

毛戈平 (01318.HK) 深度研究

## 拆解国内稀缺高端美妆集团的增长动因

2024 年 12 月 23 日

## 【投资要点】

- ◆ **长期稳步成长打造稀缺国货高端美妆品牌。**根据沙利文数据，毛戈平公司为中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，按 2023 年各集团旗下所有高端品牌的零售额计排名第七，市场份额为 1.8%，2014-2023 年收入复合增速为 31%、2021-2023 年收入复合增速为 35%，公司持续优异增长，24H1 收入/归母净利润分别达到 19.7/4.9 亿元，同比分别增长 41%/41%。
- ◆ **我们认为毛戈平品牌能够成长为国内稀缺的高端美妆品牌或源于：**
  - 1) 高知名度创始人毛戈平先生背书下，品牌高端定位具备说服力。
  - 2) 较早即布局线下专柜渠道，通过线下体验让消费者可视化护肤/彩妆产品效果、以妆容体验服务塑造竞争力，截至 24H1 已经布局 372 家自营专柜，门店数排名美妆品牌 TOP2。
  - 3) 基于前述高端品牌定位和线下专柜服务场景优势，立足细分赛道（粉膏/涂抹面膜等）打造差异化大单品。
- ◆ **展望未来，公司的增长潜力依然可观：**
  - 1) **渠道：**①**线下专柜：**24H1 线下直营收入/同专柜收入分别增长 24%/18%，近年来店效维持较好增速，若对比外资美妆品牌，毛戈平品牌店效有翻倍的提升空间；门店角度，未来公司计划毛戈平品牌每年开设约 30 家专柜，有望提供高个位数增长。从会员运营角度，会员等级、粘性提升均有望驱动专柜收入增长，后续公司拓展位置更具优势的商场点位等情形都有可能带来更多增量。②**线上：**电商作为拓展人群增量的重要渠道，毛戈平品牌天猫、抖音旗舰店粉丝数均相较于头部品牌有翻倍以上空间；从客单价角度，线上主要通过小克重的产品拓展潜在消费者，专柜以大克重产品为主，但考虑到专柜能够提供较多增值服务、连带消费的概率更高，若未来部分线上消费者迁移至线下消费亦有望带来客单价的增量。
  - 2) **产品：**彩妆、护肤类目依然有培育大单品的空间，当前已经积累了部分反馈较好的潜在大单品，随着供应链能力加强，大单品成长速度有望加快，如果线下渠道 SKU 向线上迁移丰富产品供给也有机会带来更多增量。

东方财富证券  
Eastmoney Securities

买入 (首次)

## 东方财富证券研究所

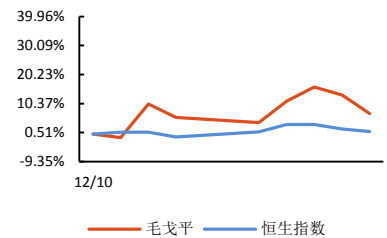
证券分析师：刘嘉仁

证书编号：S1160524090001

证券分析师：周子莘

证书编号：S1160524080002

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值 (百万港元)	26911.32
流通市值 (百万港元)	14066.93
52 周最高/最低 (港元)	61.70/47.65
52 周最高/最低 (PE)	32.75/27.89
52 周最高/最低 (PB)	25.54/21.75
52 周涨幅 (%)	6.94
52 周换手率 (%)	46.44

## 【投资建议】

- ◆ 毛戈平品牌作为稀缺的国货高端美妆品牌，从人群、客均消费、品类拓展等维度分析均有充足增长空间，在创始人 IP 背书、线下渠道提供完备品牌体验服务等优势的加持之下，未来增长潜力可观。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 39.8/51.4/63.5 亿元，同比分别增长 38%/29%/24%，实现归母净利润分别 9.2/11.8/14.5 亿元，同比分别增长 38%/29%/23%，根据 12 月 20 日收盘价计算，对应 24/25 年 PE 分别为 28/21X，给予 2025 年 28X 估值，首次覆盖给予“买入”评级。

## 盈利预测

单位/百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,885.96	3,980.38	5,138.19	6,349.45
增长率 (%)	57.8%	37.9%	29.1%	23.6%
EBITDA	913.13	1,196.48	1,532.12	1,878.22
归母净利润	661.93	915.60	1,180.08	1,447.88
增长率 (%)	88.0%	38.3%	28.9%	22.7%
EPS (元)	-	1.91	2.47	3.03
市盈率 (P/E)	-	27.63	21.44	17.47
市净率 (P/B)	-	5.62	4.45	3.55
EV/EBITDA	-	17.97	14.42	11.01

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 【风险提示】

- ◆ 品牌线上渠道消费者拓展不及预期、线上渠道流量费用增长、线下专柜渠道拓展慢于预期。新品表现不及预期。

## 正文目录

写在前面 .....	6
1. 毛戈平为国内领先的高端美妆集团 .....	6
1.1. 发展历程：数十年发展积累品牌声誉，成就领先高端美妆集团 .....	6
1.2. 财务情况：盈利能力稳步向好 .....	8
1.3. 股权结构：公司股权结构集中，家族成员持股比例较高 .....	9
2. 毛戈平如何成长为稀缺的领先高端国产美妆集团？ .....	11
2.1. 行业机遇：高端彩妆仍具增长机会，彩妆师品牌拥有差异化优势 .....	11
2.1.1. 行业增长：护肤赛道规模广阔，彩妆行业中面妆类目更具潜力 .....	11
2.1.2. 竞争格局：外资中高端占据核心市场，彩妆师品牌具备差异化优势 .....	13
2.1.3. 他山之石：彩妆师品牌深谙市场需求痛点，具备创始人个人特色 .....	15
2.2. 核心优势：创始人 IP 叠加细分赛道大单品，全渠道布局塑造高端品牌竞争力 .....	18
2.2.1. 创始人背书之下，品牌天然具备传播&消费者信任优势 .....	19
2.2.2. 线下基础坚实奠定高端品牌定位，基于差异化试妆服务提升竞争力 .....	21
2.2.3. 培训学校为公司、行业持续输送人才，为品牌形成天然 KOC 人群 .....	23
2.2.4. 基于品牌认可、渠道优势，聚焦细分赛道打造差异化大单品 .....	25
2.2.5. 线上处于持续渗透的红利期，持续拓展潜在消费人群打开增长空间 .....	30
3. 自下而上看公司未来的增长潜力 .....	34
3.1. 渠道维度来看增长空间充裕 .....	34
3.2. 培育新大单品、提升品类连带为潜在发展方向 .....	37
3.3. 募资布局品牌发展及公司综合能力提升，期待下一步出海 .....	39
4. 盈利预测与投资建议 .....	42
4.1. 收入预测 .....	42
4.2. 投资建议 .....	43
5. 风险提示 .....	44

## 图表目录

图表 1：数十年产品与品牌积累，成就领先高端国货美妆集团 .....	7
图表 2：23 年收入/归母净利润分别同增 58%/88% .....	7
图表 3：净利率持续向好 .....	7
图表 4：2023 年各业务均兑现较好增长 .....	8
图表 5：公司彩妆、护肤品均价分别 150+/300+ 元 .....	8
图表 6：23 年公司线上下渠道收入增速同步向好 .....	8
图表 7：线上渠道收入占比持续提升 .....	8
图表 8：23 年销售费率端有所优化 .....	9
图表 9：毛销差呈现提升趋势 .....	9
图表 10：营销推广费率呈现持续提升趋势 .....	9
图表 11：管理相关费用整体呈现优化趋势 .....	9
图表 12：公司股权结构集中（截至 12 月 10 日） .....	10
图表 13：核心管理层均陪伴公司成长十余年以上 .....	10
图表 14：23 年中国护肤品/彩妆行业规模分别为 4630/1168 亿元 .....	11
图表 15：中国疫后彩妆行业重归增长趋势 .....	12
图表 16：中国面妆赛道增长潜力最优 .....	12
图表 17：23 年中国大众/高端彩妆市场规模分别为 697/471 亿元 .....	12
图表 18：23-28 年中国高端彩妆品牌复合增速达 10.8%，高于大众品牌表现 .....	12
图表 19：部分国家人均彩妆支出（单位：人民币元） .....	12

图表 20: 中国 23-28 年人均彩妆支出 CAGR 为 8.5%	12
图表 21: 外资中高端彩妆品牌占据国内彩妆核心市场 (单位: %)	13
图表 22: 中国彩妆市场集中度呈现波动下行趋势	14
图表 23: 23 年 TOP10 彩妆品牌市占率变动趋势	14
图表 24: 近年 TOP70 品牌中, 欧美彩妆市占率基本呈向上趋势	14
图表 25: 部分市占率提升明显的彩妆品牌	15
图表 26: 部分近年来市占率呈下降趋势的彩妆品牌	15
图表 27: 参考 Max Factor 的发展, 创始人根据电影行业需求变化推出革新产品, 并逐步推广至日常消费	16
图表 28: Pat McGrath 为奢侈品牌秀场定制妆容	16
图表 29: Pat McGrath 对色彩运用具备独到见解	16
图表 30: 明星产品圣母十色眼影盘体现了创始人在色彩打造方面的创造力	17
图表 31: 众多彩妆师品牌被美妆头部集团收购	18
图表 32: 基于创始人 IP 背书, 多维度协同打造国货稀缺高端品牌	18
图表 33: 毛戈平先生的微博账号粉丝超百万	19
图表 34: 毛戈平先生的哔哩哔哩账号粉丝超 90 万	19
图表 35: 毛戈平先生做客李佳琦直播间现场改妆	20
图表 36: 毛戈平先生合作 KOL 改妆, 传播效果优异	20
图表 37: 产品分类中单独设置“光影”	20
图表 38: 创始人强调通过光影调整骨相	20
图表 39: 品牌持续合作、联名官方运动赛事, 或有助于增强消费者信任感	21
图表 40: 线下各个渠道保持稳健增长	21
图表 41: 直销为线下渠道核心收入来源	21
图表 42: 直营专柜数目不断拓展	22
图表 43: 经销商专柜数目小幅上升	22
图表 44: 租赁模式下专柜数稳步提升	22
图表 45: 联营模式下专柜数近几年保持稳定	22
图表 46: 不同级别的专柜会员享受不同的特权服务, 或有助于加强消费粘性	23
图表 47: 全国范围内已经布局 9 所分校	23
图表 48: 培训业务疫后迅速恢复	24
图表 49: 课程参与人数呈现不断增长的趋势	24
图表 50: 毛戈平品牌打造众多明星单品	25
图表 51: 彩妆产品销售额优异增长	25
图表 52: 彩妆产品均价波动向上	25
图表 53: 粉膏对比粉底液具备一定优势	26
图表 54: 主打差异化“膏级底妆”	26
图表 55: 光感无痕粉膏为抖音销售占比最高的单品	27
图表 56: 底妆产品添加精粹成分, 实现更佳妆效	27
图表 57: 品牌部分底妆产品具备除基础“美容修饰”外的功效宣称	27
图表 58: 通过提供不同的上妆工具实现更好妆效	28
图表 59: 护肤收入持续保持较好增速	28
图表 60: 护肤产品均价波动向上	28
图表 61: 毛戈平奢华鱼子面膜在中高端涂抹面膜中定价适中	29
图表 62: 面膜单次使用后即可看到肌肤改善效果	29
图表 63: 奢华养肤黑霜根据用量实现不同效果	29
图表 64: 线上直销、经销收入均保持高速增长	30
图表 65: 毛戈平品牌在抖音渠道增速优异	30
图表 66: 22 年天猫抖音为毛戈平品牌核心线上渠道	31
图表 67: 抖音渠道消费者人数快速增长	31
图表 68: 对于头部 KOL 机构销售依赖度相对有限	31
图表 69: 线上渠道退货率基本保持较低水平	31
图表 70: 天猫、抖音渠道消费为同一会员体系	32
图表 71: 线上会员消费金额累计金额门槛少于线下	32

图表 72: 品牌全渠道注册会员总数不断增长.....	33
图表 73: 全渠道 (全年) 复购率呈现向好趋势.....	33
图表 74: 核心高端美妆用户年龄集中在 26-40 岁.....	34
图表 75: 三线城市高端美妆消费者占比最高.....	34
图表 76: 单店平均店效稳步提升.....	35
图表 77: 不同成熟程度的门店日均销售额 (单位: 千元) 均稳步向上.....	35
图表 78: 核心美妆品牌线下专柜年店效 (单位: 万元) & 店铺数情况.....	35
图表 79: 22 年毛戈平品牌专柜百货渠道中会员保持较高复购率.....	36
图表 80: 品牌线下专柜的核心会员年消费人数持续提升 (万人).....	36
图表 81: 线下核心会员即使在疫情期间亦保持相对稳定的转化率.....	36
图表 82: 公司专柜年消费人数&会员转化率预测.....	37
图表 83: 公司线下直销渠道收入预测.....	37
图表 84: 头部彩妆师品牌中仅毛戈平具备一定规模的护肤业务.....	38
图表 85: 毛戈平较多产品并未进入公域渠道销售.....	38
图表 86: 公司募资计划使用方向主要关注品牌发展扩张.....	39
图表 87: 公司募资使用方向.....	40
图表 88: 毛戈平品牌在巴黎奥运会期间入驻巴黎的“中国之家”.....	40
图表 89: 公司收入预测.....	42
图表 90: 公司毛利率预测.....	42
图表 91: 可比公司情况 (总市值截至 2024 年 12 月 20 日).....	43

## 写在前面

根据沙利文数据，毛戈平公司为中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，按 2023 年各集团旗下所有高端品牌的零售额计排名第七，市场份额为 1.8%，已经成长为国内稀缺的高端美妆集团。我们希望能够通过本篇报告回答以下几个问题：为何毛戈平品牌能够成为国货高端美妆品牌？为何品牌能够打造多个美妆大单品，并成功从彩妆拓展至护肤类目？公司 2014-2023 年收入复合增速为 31%，近年来拓展线上渠道驱动公司继续快速增长，展望未来，公司还有多大的增长潜力？

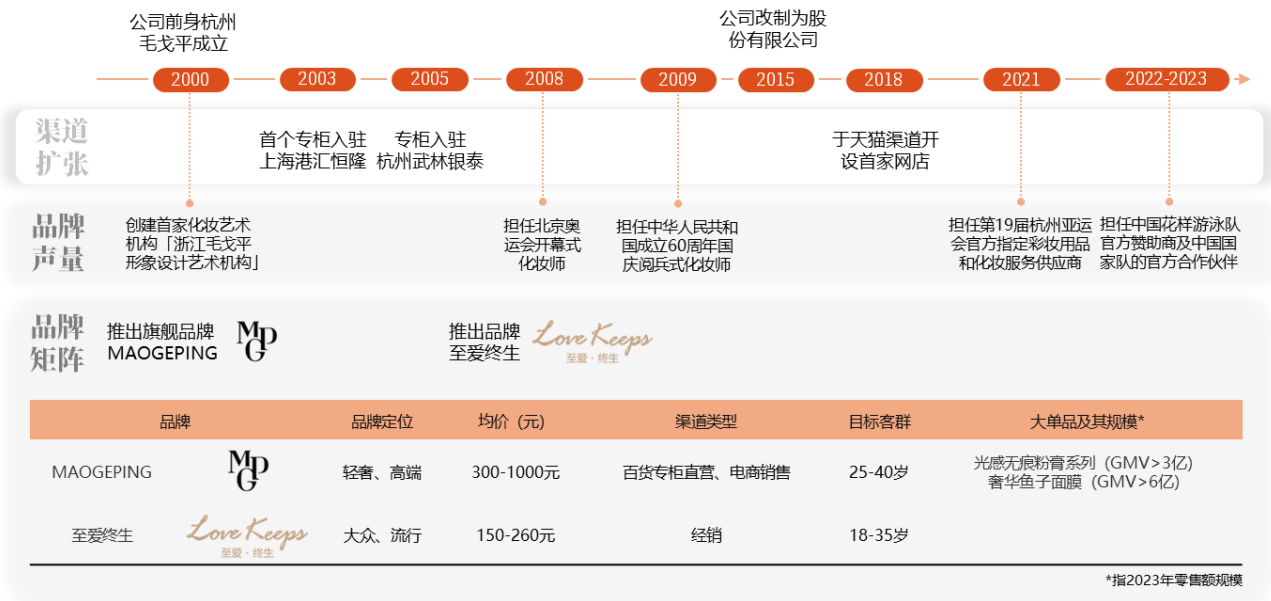
## 1. 毛戈平为国内领先的高端美妆集团

### 1.1. 发展历程：数十年发展积累品牌声誉，成就领先高端美妆集团

毛戈平/MAOGEPING 为行业知名化妆师创立的国货高端美妆品牌。公司创始人、国家著名化妆师毛戈平先生出生于温州，先后为 40 多部电影、电视和 20 多部舞台剧进行化妆造型设计，并创造了多个深入人心的影视妆面，是当代中国化妆师的标志性人物，在艺术行业数十年的多年积累使创始人能够深刻了解消费者对于彩妆产品的诉求以及当前市场上尚未满足的痛点，推动毛戈平品牌逐步成长为稀缺的国货高端美妆品牌，根据沙利文数据，公司为中国市场十大高端美妆集团中唯一的中国公司，按 2023 年各集团旗下所有高端品牌的零售额计排名第七，市场份额为 1.8%。

**数十年发展积累品牌声誉，成就领先高端美妆集团。**公司前身杭州毛戈平于 2000 年成立，同年推出旗舰品牌“MAOGEPING”、创建首家化妆艺术机构“浙江毛戈平形象设计艺术机构”，开启公司品牌+艺术培训双业务模式。**1) 渠道：**2003 年已经入驻高端商场上海港汇恒隆、奠定品牌高端定位，并持续丰富线下商场专柜布局，与海外的高端美妆品牌“同台竞技”，2018 年于天猫渠道开设首家网店，开拓线上渠道布局。**2) 产品：**MAOGEPING 品牌已经在面妆、护肤赛道中的细分类目中打造出了获得市场认可的大单品光感无痕粉膏系列以及奢华鱼子面膜；**3) 品牌力：**持续担任重大活动（奥运会开幕式、国庆阅兵式）化妆师，合作杭州亚运会、担任中国花样游泳队赞助商，品牌高端定位得到巩固。

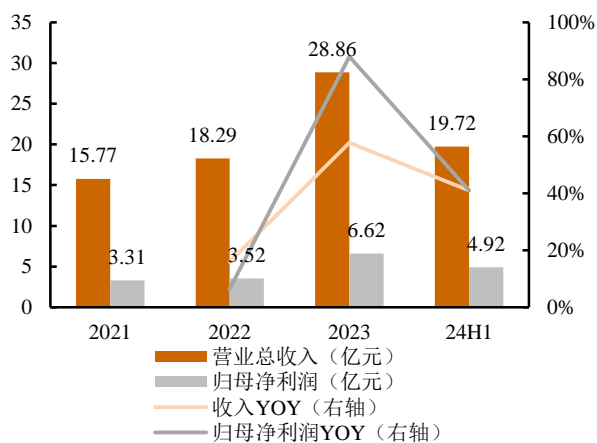
图表 1: 数十年产品与品牌积累, 成就领先高端国货美妆集团



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

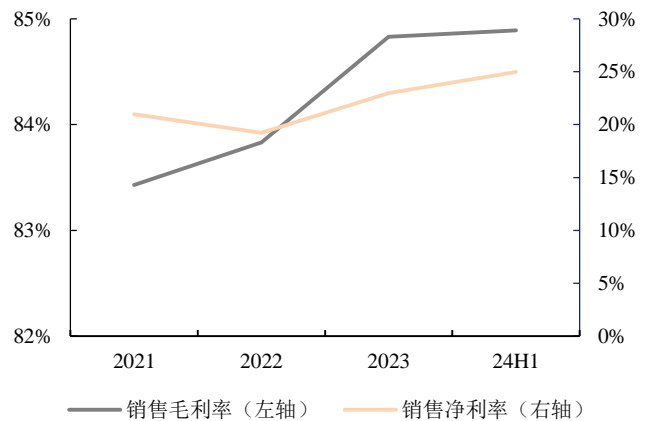
22 年疫情管控影响核心线下渠道表现, 23 年回归高速增长、盈利能力显著优化。2023 年公司实现收入 28.86 亿元/yoy+58%, 实现归母净利润 6.62 亿元/yoy+88%。2023 年毛利率/归母净利率分别为 84.8%/23.0%, 同比分别 +1.0/+3.7pct, 毛利率改善主要源于彩妆 (+0.5pct)、护肤 (+0.2pct) 毛利率稳步向上, 化妆品艺术培训毛利率 (+28.9pct) 大幅改善; 净利率提升主要源于费用端销售 (-3.7pct)/管理 (-0.6pct)/财务 (-0.1pct) 费用率均有不同程度优化, 带动盈利能力实现更好表现。

图表 2: 23 年收入/归母净利润分别同增 58%/88%



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 3: 净利率持续向好

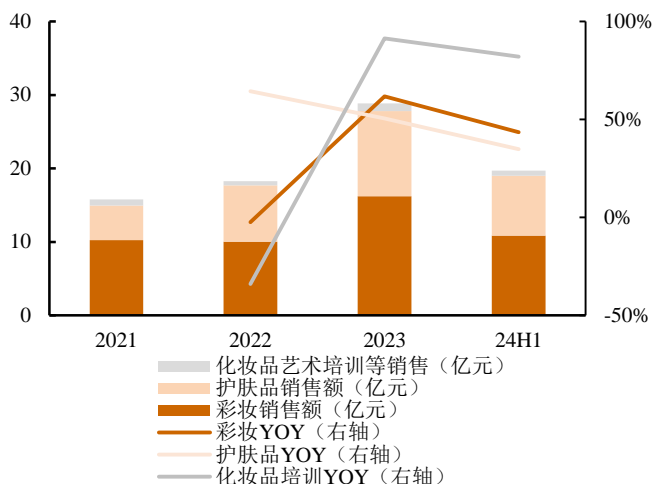


资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

分品类来看: 护肤品收入贡献度波动提升至 40% 左右, 锚定高端定位兑现高毛利率。2023 年公司彩妆/护肤品/化妆品培训分别实现收入 16.2/11.6/1.0 亿元, 同比分别增长 62%/50%/91%, 收入占比分别为 56%/40%/4%, 24H1 彩妆/护肤品/化妆品培训分别实现收入 10.8/8.1/0.7 亿元, 同比分别增长

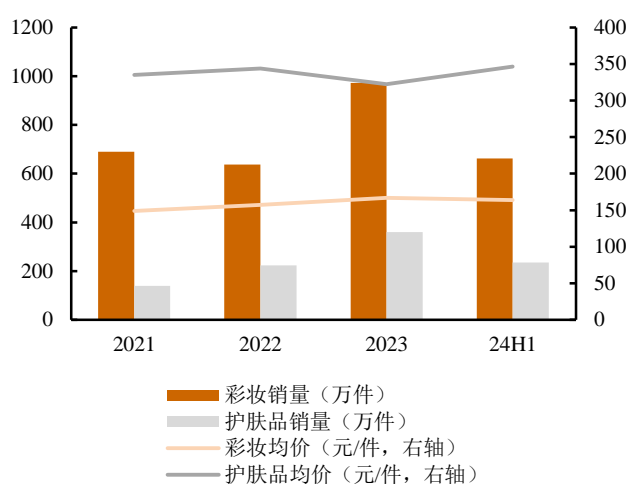
44%/35%/82%，收入占比分别为 55%/41%/4%。公司旗下品牌彩妆、护肤线锚定高端定位，24H1 彩妆/护肤品均价分别为 164/347 元，助力品牌实现高毛利率水平——24H1 年彩妆/护肤品毛利率分别为 83.6%/87.7%，相较于大众定位品牌，盈利能力明显较优。

图表 4：2023 年各业务均兑现较好增长



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

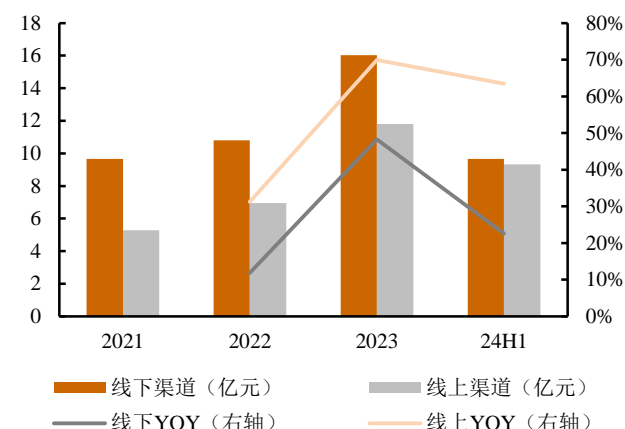
图表 5：公司彩妆、护肤品均价分别 150+/300+ 元



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

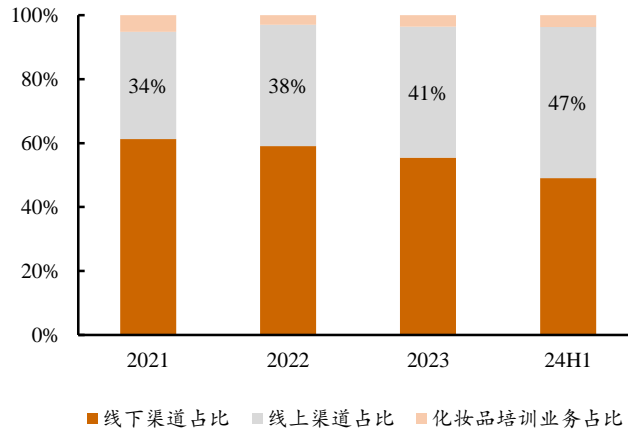
分渠道来看：23 年各渠道增长同步向好，线下仍为核心渠道，24H1 线上占比提升至 47%。2023 年公司线下/线上渠道分别实现收入 16.0/11.8 亿元，同比分别增长 48%/70%，占比分别为 56%/41%，线上渠道占比逐年攀升，24H1 继续保持增长趋势，线上/线下渠道分别同比增长 63.4%/22.6%，24H1 线上占比提升至 47%。

图表 6：23 年公司线上下渠道收入增速同步向好



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

图表 7：线上渠道收入占比持续提升



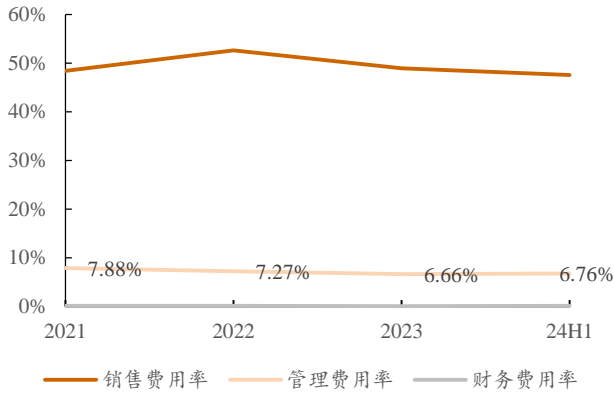
资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

## 1.2. 财务情况：盈利能力稳步向好

23 年费率端显著优化，毛销差恢复提升趋势。具体来看，23 年公司销售/管理/财务费用率分别为 48.94%/6.66%/0.07%，同比分别-3.68/-0.62/-0.10pct，各

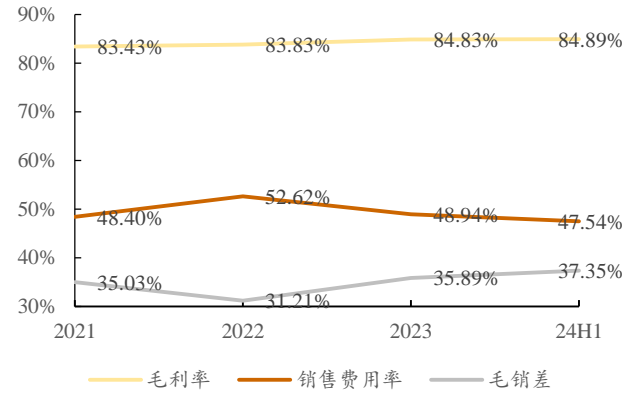
项费率较疫情期间显著优化，进入 24 年后，24H1 公司销售/管理/财务费用率分别为 47.54%/6.76%/0.13%，同比分别+0.50/+0.17/+0.05pct，呈现小幅提升趋势。毛销差角度，在毛利率稳中有升的基础上，毛销差稳定提升。

图表 8：23 年销售费率端有所优化



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

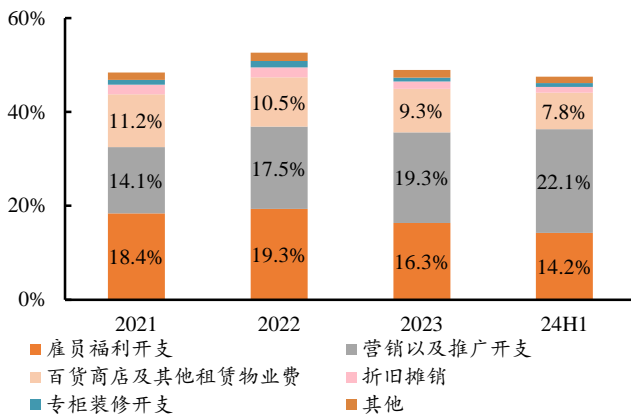
图表 9：毛销差呈现提升趋势



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

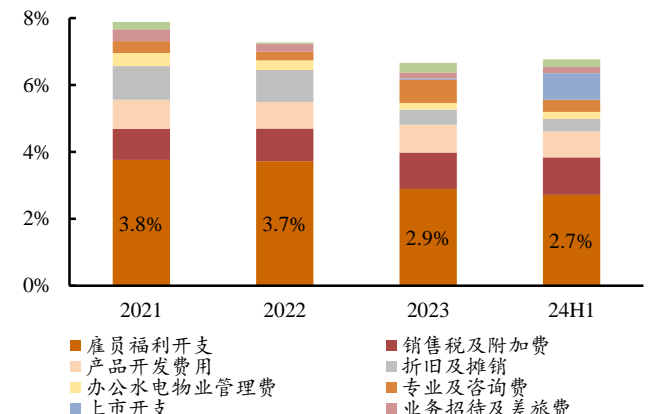
营销推广费用率呈现持续提升趋势，管理费用率相对保持稳定。销售费用拆分来看，主要费用支出来自营销及推广开支、雇员福利开支以及百货商店及其他租赁物业费，24H1 分别占收入比重为 22.1%/14.2%/7.8%，同比分别+4.4/-2.3/-1.5pct，其中营销推广相关费用率提升较为明显，公司持续加强线上线下营销活动以提升品牌影响力。管理费用拆分来看，主要包括雇员福利开支、销售税及附加费、产品开发费用、专业咨询费用等，24H1 除因新增加上市开支（费用率 0.8%）外，其他细分类目费率大多呈现优化趋势或基本持平，公司管理效率不断提升。

图表 10：营销推广费率呈现持续提升趋势



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

图表 11：管理相关费用整体呈现优化趋势



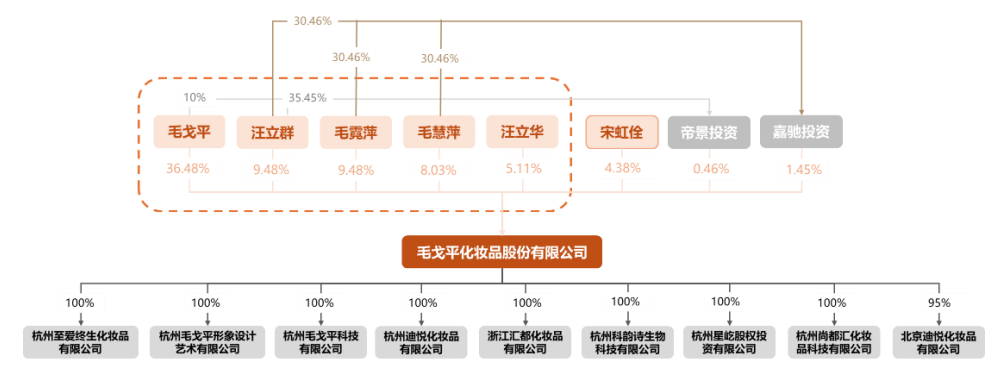
资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

### 1.3. 股权结构：公司股权结构集中，家族成员持股比例较高

公司股权结构集中，保证创始人对于公司业务发展的充分把握。截至 12 月 10 日，公司创始人毛戈平先生直接和间接持有公司 36.5% 的股份、汪立群女士直接和间接持有公司 10.1% 的股份，毛戈平夫妇合计持有公司 46.6% 的股份；

加上家族成员毛霓萍&毛慧萍（毛戈平先生的姐姐）、汪立华（汪立群女士的弟弟）等直接、间接持股约 23.5%，一致行动人合计持股超 70%。

图表 12：公司股权结构集中（截至 12 月 10 日）



资料来源：Choice 股票深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

多数核心管理层陪伴公司成长超 20 年。公司为典型家族型企业，创始人夫妇及其家庭成员大多在公司成立早期即加入公司负责相关品牌、毛戈平形象设计艺术学校相关业务；公司总裁兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理宋虹佳女士 2002 年即加入公司，从基础销售岗位起步成长为公司高管，持续陪伴品牌、公司成长，目前全面负责 MAOGEPING 品牌市场运作及品牌管理。

图表 13：核心管理层均陪伴公司成长十余年以上

姓名	年龄	职位	职责	介绍
毛戈平	60	创始人、董事长兼执行董事	领导及管理董事会，负责本集团的整体业务战略和管理	毛戈平先生是中国著名的化妆艺术大师，在化妆艺术领域有着 30 多年的从业经验，于 1983 至 1998 年在浙江省越剧团任职，2000 年 7 月创办公司前身杭州毛戈平以及高端美妆品牌 MAOGEPING，2000 年 10 月，创办浙江毛戈平形象设计艺术学校。
汪立群	53	执行董事兼副董事长	负责协助董事长管理本集团培训机构业务、经营发展及日常业务管理	1991 年至 2000 年担任浙江省越剧团演员，2000 年协助毛戈平先生创办浙江毛戈平形象设计艺术学校，自 2000 年 9 月至 2010 年 8 月担任浙江毛戈平形象设计艺术学校执行校长，后至今担任杭州毛戈平形象设计总经理。
毛霓萍	64	执行董事、副董事长兼资深副总裁	负责协助董事长管理董事会日常工作及本集团业务管理，兼任至爱终生品牌的日常经营及管理	2000 年协助毛先生创办公司前身杭州毛戈平后担任杭州毛戈平总经理，自 2005 年 3 月至 2010 年 9 月担任杭州毛戈平董事兼总经理，负责集团整体运营与业务管理，自 2010 年 9 月至 2011 年 2 月担任杭州毛戈平资深副总裁，自 2011 年 2 月先后在杭州毛戈平及本公司担任副董事长兼资深副总裁，负责董事会工作及公司日常经营管理，自 2013 年 11 月至今担任杭州至爱终生执行董事兼总经理，负责至爱终生品牌业务管理。2003 年完成中国清华大学在职工商管理课程。
毛慧萍	62	执行董事兼资深副总裁	负责协助董事长管理董事会日常工作及本集团整体业务管理，兼任毛戈平科技日常经营及管理	2000 年协助毛先生创办公司前身杭州毛戈平后担任杭州毛戈平副总经理，自 2005 年 3 月至 2010 年 9 月担任杭州毛戈平董事兼副总经理，负责财务、人事、物流和开发相关工作，2009 年 11 月担任毛戈平科技执行董事兼总经理，自 2011 年 2 月先后在杭州毛戈平及本公司担任董事兼资深副总裁，分管财务、研发及供应链，2024 年 4 月 1 日调任执行董事。1991 年获得中国宁波开放大学大专学位。
汪立华	51	执行董事兼副总裁	负责制定及实施培训机构化妆艺术培训计划的业务战略	2011 年 2 月获委任为杭州毛戈平董事、于 2015 年 12 月获委任为公司董事，并于 2024 年 4 月调任为执行董事，自 2015 年 12 月起担任公司副总裁。2002 年 9 月至 2010 年 7 月担任浙江毛戈平形象设计艺术学校北京分区和成都校区校长，2010 年 8 月至今担任毛戈平形象设计

				副总经理。2003年7月完成中国北京国际商务学院的工商企业管理课程，于2003年12月获得化妆师资格证书，于2014年3月获得中国职业技能鉴定中心颁发的二级化妆师证书。
宋虹佳	50	执行董事、本公司总裁兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理	全面负责 MAOGEPING 品牌市场运作及品牌管理，参与本集团重大业务决策和经营管理	2002年10月加入集团，自2002年10月至2010年9月在公司前身杭州毛戈平担任销售负责人，自2009年9月至2010年9月担任 MAOGEPING 品牌总经理，2010年9月至2011年2月在杭州毛戈平担任执行董事兼总经理，自2011年2月至2012年6月在杭州毛戈平担任董事兼总经理，负责 MAOGEPING 品牌的经营管理，2012年6月至今连续在杭州毛戈平及公司担任董事兼 MAOGEPING 品牌事业部总经理，自2015年8月至2024年3月连续在杭州毛戈平及本公司担任执行总裁，负责 MAOGEPING 品牌建设、市场推广及销售管理工作，自2024年4月起担任公司总裁，2024年4月调任为执行董事。2016年6月获得中国矿业大学（北京）工商管理硕士学位。

资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

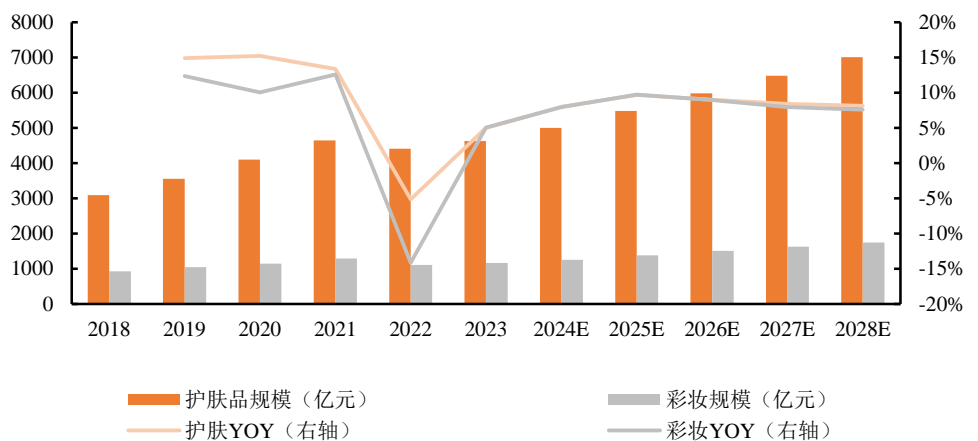
## 2. 毛戈平如何成长为稀缺的领先高端国产美妆集团？

### 2.1. 行业机遇：高端彩妆仍具增长机会，彩妆师品牌拥有差异化优势

#### 2.1.1. 行业增长：护肤赛道规模广阔，彩妆行业中面妆类目更具潜力

**护肤赛道规模广阔。**根据沙利文数据，2023年中国护肤品行业规模达4630亿元/yoy+5.0%，彩妆行业规模达1168亿元/yoy+5.0%，2023-2028年护肤/彩妆行业复合增速分别为8.7%/8.4%，护肤品行业规模较彩妆明显更高，2023年护肤行业规模为彩妆行业规模的3.96倍。

图表 14：23 年中国护肤品/彩妆行业规模分别为 4630/1168 亿元

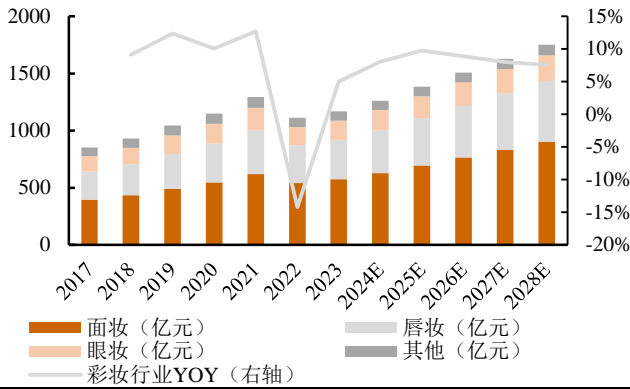


资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，沙利文，东方财富证券研究所

**疫后中国彩妆行业重回增长趋势，其中面妆赛道相较其他类目更具潜力。**根据沙利文数据，2022年受疫情影响彩妆赛道出现下滑，2023年重回稳定增长趋势，预计2023-2028年彩妆赛道复合增速达8.4%。从彩妆细分赛道来看，2023年面妆/唇妆/眼妆行业规模分别为574/347/167亿元，5年(23-28年)CAGR分别为9.5%/8.9%/6.1%，其中面妆赛道空间相对广阔，且未来增长动力较为充足，细分赛道潜力可观，或源于面妆产品的使用频率相对较高，且消费粘性相

较于色彩类产品更高。

图表 15: 中国疫后彩妆行业重归增长趋势



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 沙利文, 东方财富证券研究所

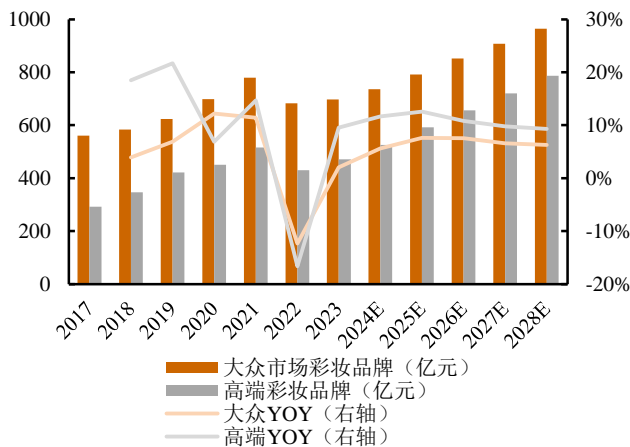
图表 16: 中国面妆赛道增长潜力最优

CAGR	2018-2023年	2023-2028年 (E)
面妆	5.7%	9.5%
唇妆	5.0%	8.9%
眼妆	3.0%	6.1%
其他	0.3%	2.8%
总计	4.7%	8.4%

资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 沙利文, 东方财富证券研究所

未来高端彩妆行业增长机会或优于大众品类。根据沙利文数据, 2023 年中国大众市场彩妆/高端彩妆市场规模分别为 697/471 亿元, 从未来增长动力来看, 高端彩妆品牌 23-28 年细分赛道复合增速为 10.8%, 高于大众市场彩妆品牌的 6.7%, 或具备更强的增长驱动力。

图表 17: 23 年中国大众/高端彩妆市场规模分别为 697/471 亿元



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 沙利文, 东方财富证券研究所

图表 18: 23-28 年中国高端彩妆品牌复合增速达 10.8%, 高于大众品牌表现

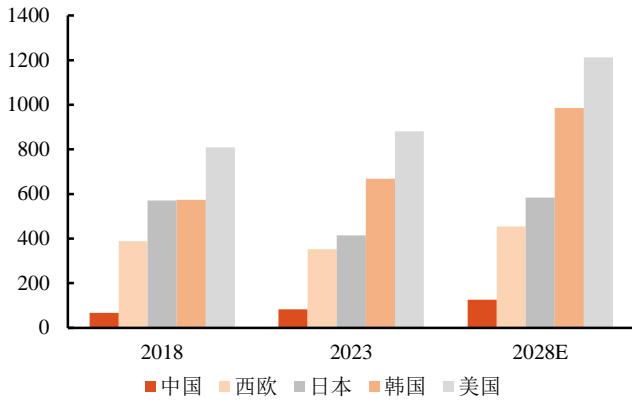
复合增速	2018-2023年	2023-2028年 (E)
大众市场彩妆品牌	3.6%	6.7%
高端彩妆品牌	6.4%	10.8%
总计	4.7%	8.4%

资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 沙利文, 东方财富证券研究所

对比海外, 中国市场人均彩妆支出仍有提升空间。根据沙利文数据, 2023 年中国人均彩妆支出为 83 元, 18-23 年 CAGR 为 4.4%, 预计至 2028 年中国人均彩妆支出可达到 125 元, 23-28 年 CAGR 达 8.5%, 维持较好增长。若对比日韩, 2023 年日本/韩国的人均彩妆支出分别为中国的 5.0/8.1 倍, 提升空间充裕。

图表 19: 部分国家人均彩妆支出 (单位: 人民币元)

图表 20: 中国 23-28 年人均彩妆支出 CAGR 为 8.5%



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 沙利文, 国家统计局, 东方财富证券研究所

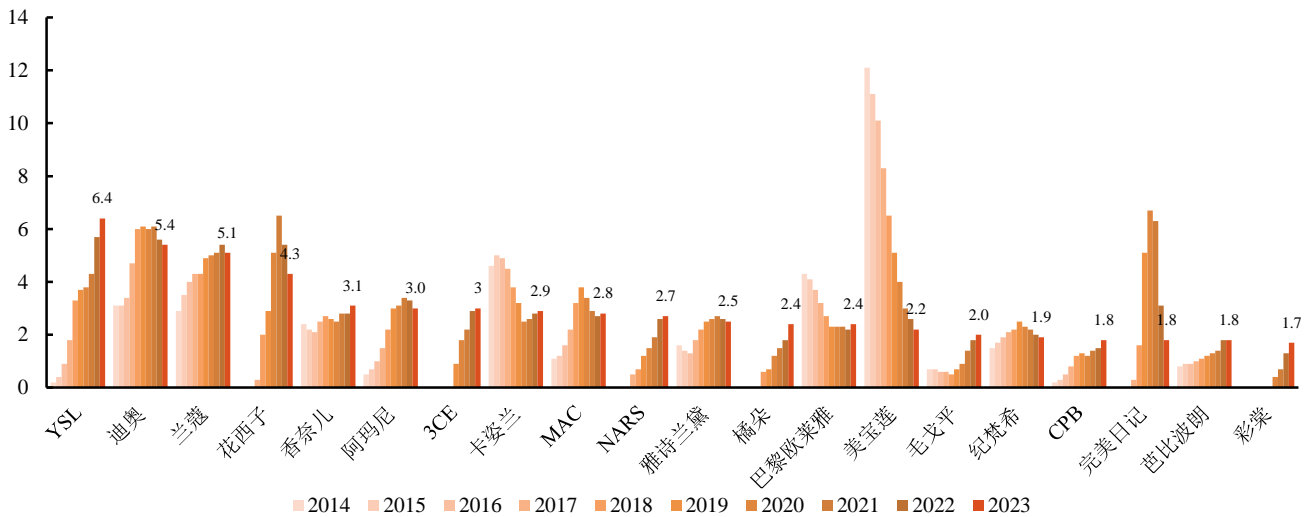
CAGR	2018-2023	2023-2028 (E)
中国	4.4%	8.5%
西欧	-2.0%	5.2%
日本	-6.2%	7.1%
韩国	3.1%	8.1%
美国	1.7%	6.6%

资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 沙利文, 国家统计局, 东方财富证券研究所

### 2.1.2. 竞争格局: 外资中高端占据核心市场, 彩妆师品牌具备差异化优势

外资中高端彩妆品牌的在国内的竞争优势依然相对显著, 毛戈平作为国货高端品牌具备稀缺性。2023 年中国彩妆市场 TOP20 品牌中, 以欧美品牌为主 (12 个品牌), 国产/日韩品牌分别有 6/2 个品牌进入 TOP20。中国彩妆市场中市占率排列较前的外资欧美、日韩品牌以中高端定位为主, 大众彩妆品牌仅 3CE、巴黎欧莱雅、美宝莲; 国产头部彩妆品牌则以大众定位居多, 如: 花西子、卡姿兰、橘朵、完美日记、彩棠, 高端国货品牌仅有毛戈平品牌, 具备稀缺性。

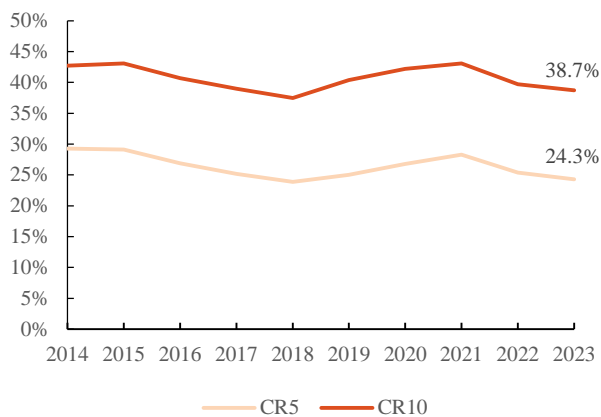
图表 21: 外资中高端彩妆品牌占据国内彩妆核心市场 (单位: %)



资料来源: Choice 资讯, 东方财富证券研究所 注: 零售额口径

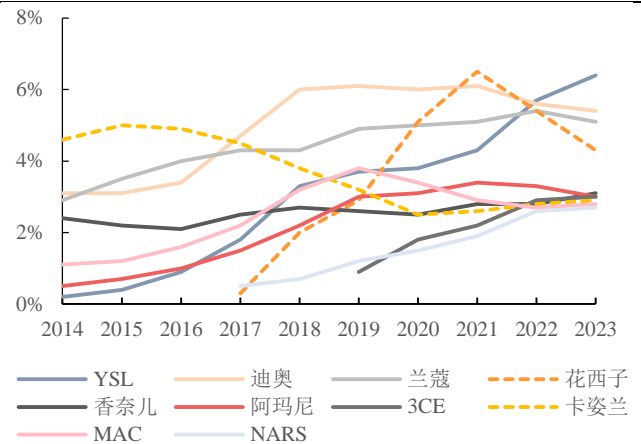
彩妆市场集中度呈现波动下降趋势, 潮流起落带来品牌迅速成长机会。2023 年中国彩妆市场 CR5/CR10 分别为 38.7%/24.3%, CR5 与 CR10 变化趋势基本一致, 呈现先下降、再提升、最后持续下滑的趋势, 主要源于部分头部品牌市占率波动明显, TOP5、TOP10 品牌在 2014-2023 年的 10 年间出现明显变动, 头部品牌表现分化——市占率稳定提升的品牌 (如: YSL)、市占率波动下行后企稳的品牌 (如: 卡姿兰)、市占率迅速提升后有所回落的品牌 (如: 花西子) 同时存在, 或源于彩妆的消费潮流不断演变。

图表 22: 中国彩妆市场集中度呈现波动下行趋势



资料来源: Choice资讯, 东方财富证券研究所 注: 零售额口径

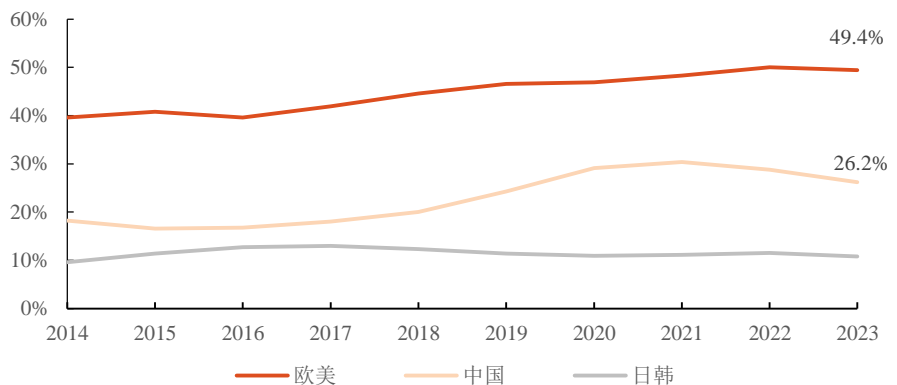
图表 23: 23 年 TOP10 彩妆品牌市占率变动趋势



资料来源: Choice资讯, 东方财富证券研究所 注: 零售额口径

**TOP70 品牌中, 欧美彩妆品牌市占率稳步向上, 国货品牌市占率短期略有回落。**在中国彩妆市场 TOP70 品牌中, 欧美品牌市占率持续保持最高, 2023 年市占率达到 49.4%, 10 年间基本保持稳定提升态势; 国货彩妆品牌 2023 年市占率达 26.2%, 市占率在 2016-2021 年迅速提升后, 因花西子、完美日记 2021-2023 年市占率分别累计下降 2.2/4.5pct, 导致国货品牌整体市占率呈现下降趋势; 而日韩彩妆品牌市占率持续稳定在 10% 左右, 整体波动幅度较小。

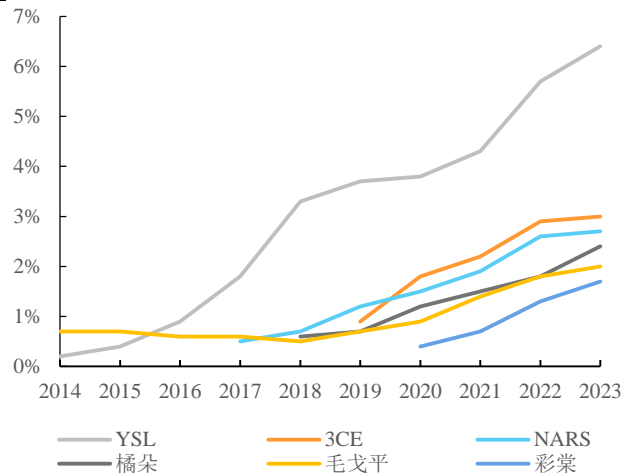
图表 24: 近年 TOP70 品牌中, 欧美彩妆市占率基本呈向上趋势



资料来源: Choice资讯, 东方财富证券研究所 注: 零售额口径

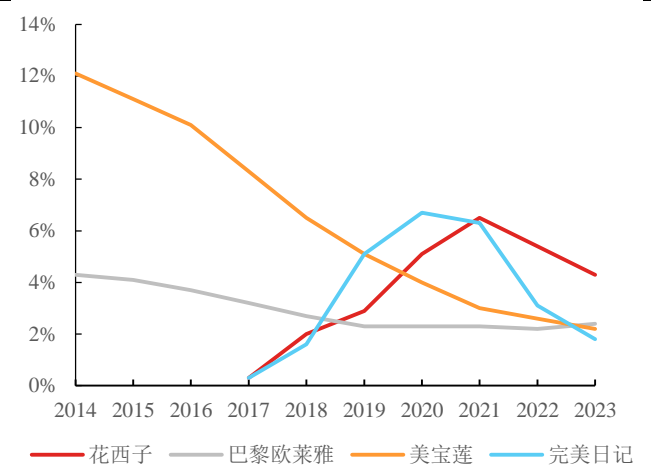
**竞争之下考验品牌综合能力, 彩妆师品牌或具备差异化优势。**从品牌端来看, 近年来市占率呈现下降趋势或起伏明显的品牌多为大众定位 (无论是外资品牌巴黎欧莱雅、美宝莲, 还是内资品牌完美日记、花西子), 同价位带可能有更多新品牌推出抢夺市场、竞争相对激烈, 消费者忠诚度不及中高端品牌, 若不能持续推出契合当前潮流倾向、消费者需求的大单品, 则难以实现持续增长。反观能够实现市占率持续增长的品牌, 在品牌力塑造、渠道布局或大单品打造方面均具备一定优势, 其中彩妆师品牌 NARS、毛戈平、彩棠均保持市占率稳步提升趋势, 彩妆师品牌基于其创始人 IP、契合消费者需求的产品设计等差异化优势, 或有助于品牌在竞争中突围。

图表 25: 部分市占率提升明显的彩妆品牌



资料来源: Choice资讯, 东方财富证券研究所 注: 零售额口径

图表 26: 部分近年来市占率呈下降趋势的彩妆品牌



资料来源: Choice资讯, 东方财富证券研究所 注: 零售额口径

### 2.1.3. 他山之石: 彩妆师品牌深谙市场需求痛点, 具备创始人个人特色

若复盘当前头部彩妆品牌的发展模式, 或主要分为以下几个类型: (1) 奢侈品品牌旗下的彩妆品牌, 如: YSL、迪奥、香奈儿、阿玛尼、纪梵希等, 多为高端定位; (2) 护肤品品牌旗下彩妆品牌, 如: 兰蔻、雅诗兰黛、巴黎欧莱雅、CPB 等, 品牌定位与护肤品品牌基本一致; (3) 由彩妆师创立的品牌, 如: MAC、NARS、毛戈平、芭比波朗、彩棠等; (4) 其他类型的彩妆品牌, 多为大众/性价比定位, 如: 卡姿兰、橘朵、完美日记等, 依靠爆款产品迅速建立知名度。

前两类彩妆品牌往往较为依靠品牌原有的积累, 第四类品牌则可能需要通过持续推出契合市场潮流的产品、打造品牌差异化定位的方式维持品牌的持续的竞争力。而第三类彩妆师品牌则天然具备“代言人”, 可通过创始人 IP 的塑造、内容输出实现迅速破圈, 且品牌创始人作为彩妆师往往能够更敏锐地把握行业痛点、推出契合消费者需求的产品。若观察目前成功的彩妆师品牌, 发展第一阶段往往由创始人主导, 后部分运营较好的品牌被头部美妆集团收购, 继续全球扩张之路, 举例来看:

#### ➤ Max Factor: 基于化妆实践发现的痛点研发创新产品

创始人基于剧院、电影行业需求推出创新彩妆产品。若追溯彩妆行业早期发展, 1873 年身为化妆师/假发师的 Max·Factor 创立了同名品牌蜜丝佛陀, 他曾担任俄国皇家大剧院化妆师、假发师, 并跟随剧团在巡演中提供化妆服务, 最初 Max·Factor 在莫斯科开设了销售手工制作的彩妆、洗护用品的小店, 后于 1904 年移民美国继续开展彩妆香水生意, 1908 年 Max·Factor 于洛杉矶市剧院区开设了一家销售自研产品的门店, 随着好莱坞逐渐随着美国电影业的发展而繁荣, 更多的演员到访门店咨询化妆相关问题, 好莱坞的发展也驱动 Max·Factor 将过去更多针对于剧院场景的彩妆产品进行调整以适应电影行业的需求, 如: 将罐装油彩稀释、调整成类似护肤霜的效果, 推出了 12 种渐变色彩的眼影等。1920 年, 创始人发明了词汇“make-up”, 将系列彩妆产品推荐给更多大众消费者。

对于艺术从业者上妆需求痛点的把握为产品创新的底层驱动。创始人早期

在剧团的工作经历让他对于妆发色彩搭配有较深理解，后在好莱坞电影发展的影响下，针对于舞台妆容厚重的问题推出了第一款“清爽油彩”、针对于彩色电影演员肤色调整的需求推出第一款便捷饼状粉底（后亦针对大众群体销售）。Max·Factor 能够及时发现消费者的需求痛点，并进行针对性的产品开发，通过新产品提升消费者上妆效果，并逐渐将原本针对于舞台工作人员的彩妆产品向大众日常使用推广。1938 年蜜丝佛陀逝世，他的儿子小蜜丝佛陀将品牌延续下去，品牌继续坚持研发创新，先后推出了色彩保持度较好的唇膏 True-Color Lipstick、首个面向大众推出的遮瑕棒 Erace、首个管状睫毛膏产品等。在产品、品牌认知度得以不断提升后，1991 年蜜丝佛陀品牌被宝洁收购、2015 年再次被科蒂收购。

图表 27：参考 Max Factor 的发展，创始人根据电影行业需求变化推出革新产品，并逐步推广至日常消费



资料来源：蜜丝佛陀官网，华丽志公众号，东方财富证券研究所

➤ **Pat McGrath LABS：基于时尚秀场经验推出极具风格的彩妆品牌**

创始人在时尚秀场积累丰富经验，对于色彩的敏锐度帮助品牌建立差异化竞争力。Pat McGrath 定期为米兰、巴黎、伦敦和纽约等地的成衣和高级定制秀构思和打造美妆造型，合作的品牌包括：Prada、Miu Miu、Dior、Burberry、Givenchy、Gucci、Lanvin、Louis Vuitton、Versace、Maison Margiela 等，长期在时尚美容行业一线的经历帮助她积累了丰富经验，亦展示了她对于时尚艺术设计的极高天赋，设计出了极具辨识度的妆容，并且为众多明星合作推出妆面，一定程度上也提升了创始人的行业知名度和认知度。

图表 28：Pat McGrath 为奢侈品牌秀场定制妆容

图表 29：Pat McGrath 对色彩运用具备独到见解



Christian Dior Fall 2011 Couture



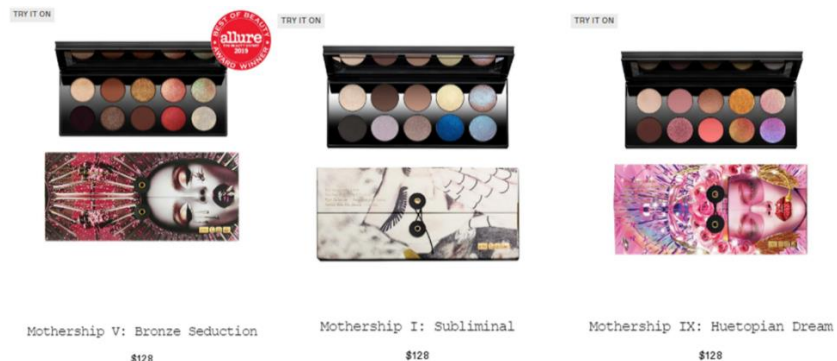
Valentino Spring 2019 Couture

资料来源：新视线wonderland公众号，东方财富证券研究所

资料来源：新视线wonderland公众号，东方财富证券研究所

明星产品眼影盘充分体现了创始人在色彩打造方面的创造力。2015年，Pat McGrath 正式创立了同名彩妆品牌“PAT McGRATH LABS”，推出首个产品“Gold 001”，延续创始人在秀场妆容上对于色彩、材质充满想象力的使用，品牌明星产品“圣母十色眼影盘”的特色在于色彩鲜明、显色度佳，能够打造出极具特色的妆容，品牌亦因其特色受到了消费者青睐，2023年4月以69亿人民币的估值入选《2023 胡润全球独角兽榜》。

图表 30：明星产品圣母十色眼影盘体现了创始人在色彩打造方面的创造力



资料来源：PAT McGRATH LABS官网，东方财富证券研究所

彩妆师品牌具备差异化竞争力，众多品牌被头部美妆集团收购。除上文提及的彩妆师品牌外，有较多彩妆师品牌最终被头部美妆集团收购，如：美国彩妆师 Bobbi Brown 的同名品牌在创立4年后，于1995年被雅诗兰黛集团控股；美国彩妆品牌 NARS 在创立6年后，于2000年被资生堂集团正式收购——创始人、法国彩妆师 François Nars 迄今一直任品牌创意总监；日本彩妆师植村秀（Shu Uemura）于1967年创立的同名品牌，则在2004年被欧莱雅集团收入麾下；2020年6月，创立于2013年的英国彩妆品牌 Charlotte Tilbury 被西班牙美妆集团 PUIG 收购。彩妆师品牌往往承袭了创始人的独特基因，或能够直击当前市面尚未解决的痛点、或具备针对妆容的独特思考、或契合于当下的市场潮流，且部分创始人在娱乐、时尚圈的积累能够帮助品牌迅速打开声量，美妆头部集团对于美妆师品牌的青睐亦侧面佐证了该类品牌在彩妆细分类目中的突出竞争力。

图表 31: 众多彩妆师品牌被美妆头部集团收购

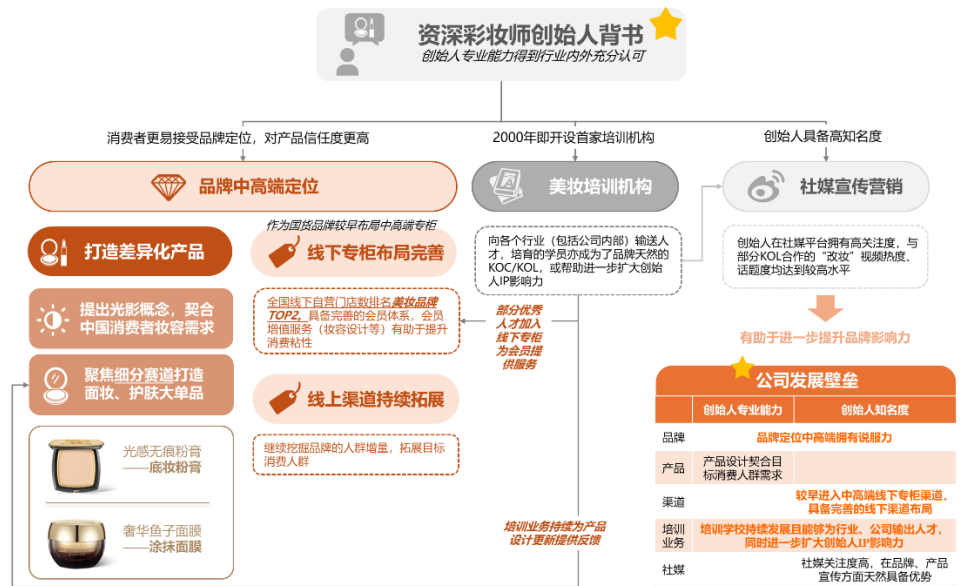
品牌	创始人	创立时间	被收购时间	收购集团
Max Factor	Max Factor	1873 年	1991 年	宝洁
			2015 年	科蒂
植村秀	植村秀	1967 年	2004 年	欧莱雅集团
Make Up For Ever	Dany Sanz	1984 年	1999 年	LVMH
M · A · C	Frank Toskan&Frank Angelo	1984 年	1994 年	雅诗兰黛集团
Bobbi Brown	Bobbi Brown	1991 年	1995 年	雅诗兰黛集团
NARS	Fran çois Nars	1994 年	2000 年	资生堂集团
Charlotte Tilbury	Charlotte Tilbury	2013 年	2020 年	PUIG

资料来源: 华丽志公众号, MAC 官网, 化妆品财经公众号, 东方财富证券研究所

## 2.2. 核心优势: 创始人 IP 叠加细分赛道大单品, 全渠道布局塑造高端品牌竞争力

我们认为品牌的成功是多个因素相辅相成共同作用的结果——基于创始人背书, 品牌树立了高端定位, 并在较早即布局了线下专柜网络, 搭建了超 2700 名精通化妆知识和技能的美妆顾问团队 (其艺术培训机构亦为品牌专柜输出人才), 基于差异化的妆容体验服务和完善的会员体系, 塑造相较于其他外资美妆品牌的竞争力, 并通过可视化产品效果, 提升消费者购买意愿。同时在创始人的专业能力加持下, 品牌聚焦细分品类打造大单品, 并通过线下专柜试妆场景促进彩妆消费者需求向护肤品类拓展, 从彩妆品牌发展为兼具彩妆+护肤的美妆品牌。

图表 32: 基于创始人 IP 背书, 多维度协同打造国货稀缺高端品牌



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

2.2.1. 创始人背书之下，品牌天然具备传播&消费者信任优势

创始人 IP 已成为当前美妆行业趋势之一。随着线上流量红利减退，品牌也在不断探索更多营销宣传角度以提升消费者的信任感，创始人 IP 成为塑造品牌形象、性格的方式之一，社媒平台也为创始人从幕后走到台前提供了发展土壤，通过自媒体账号建立与消费者直接沟通的通道，但往往也需要创始人具备差异化的人设、特质，方能为品牌贡献正面宣传效果，而部分本身即具备较高知名度的创始人则天然具备营销优势，我们认为毛戈平品牌即是较好的创始人 IP 案例——（1）创始人本身即具备较高知名度、专业能力得到业内广泛认可；（2）创始人的化妆理念较好地融入到产品矩阵设计中。

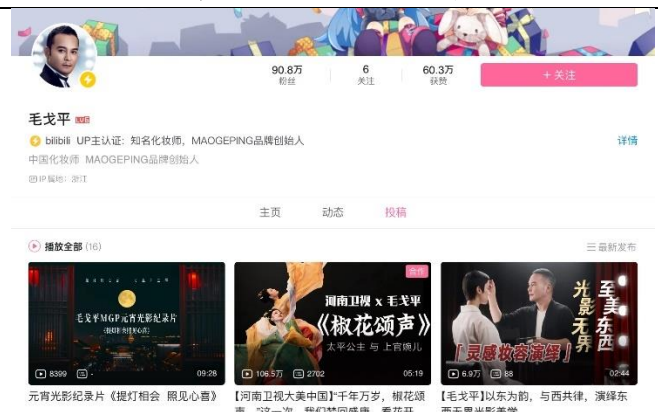
品牌创始人毛戈平先生在行业内具备广泛影响力。毛戈平先生创造了多个深入人心的影视妆面，在行业内数十年的积累也构建了创始人在彩妆领域广泛的影响力，在社媒平台上也积累了一定体量的粉丝，毛戈平先生在微博/哔哩哔哩平台账号分别有 102.7/90.8 万粉丝，足见创始人自身的影响力。

图表 33: 毛戈平先生的微博账号粉丝超百万



资料来源：微博，东方财富证券研究所

图表 34: 毛戈平先生的哔哩哔哩账号粉丝超 90 万



资料来源：哔哩哔哩视频，东方财富证券研究所

创始人通过针对性改妆实现内容迅速传播，深化消费者信任感。品牌创始人毛戈平先生与社媒平台、电商平台 KOL 合作进行改妆教学，根据不同改妆模特的面部情况以及改妆诉求针对性提出优化建议，通过轻微的修改调整达到扬长避短的优化效果，深化消费者对于创始人化妆技术以及理念的认可，以高专业度提升消费者对于毛戈平品牌产品的信任度。

图表 35: 毛戈平先生做客李佳琦直播间现场改妆



资料来源: 李佳琦Austin视频号, 东方财富证券研究所

图表 36: 毛戈平先生合作 KOL 改妆, 传播效果优异



资料来源: 毛戈平美妆教育总部公众号, 东方财富证券研究所

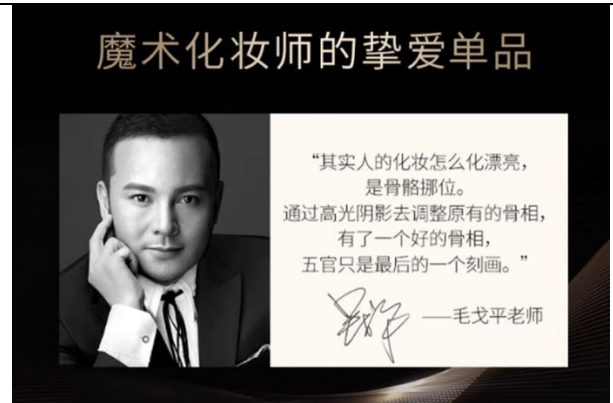
创始人针对光影的化妆理念在品牌核心产品中贯穿延续。根据毛戈平官网介绍, 毛戈平先生从中国传统水墨、西方素描等艺术领域中汲取灵感, 凭借自身几十年的化妆经验, 糅以不同领域的化妆手法形成独特的光影化妆手法和光影美学体系, 通过色彩的冷暖、明暗的修饰形成视觉上的进与退, 收与放进而完成光影塑型, 重塑脸部轮廓与肌肤质感打造精致微雕脸庞, 尽现东方女性的独特魅力。产品矩阵中也单独列出光影类产品的分类, 其中包括了不同质地(膏状、粉状)的修容阴影以及高光产品, 为消费者提供丰富的光影产品选择, 也能够深化消费者对于品牌产品专业性的认知。

图表 37: 产品分类中单独设置“光影”

面部	光影集合	眼部	唇部	美妆工具
妆前	粉修盘	睫毛膏	唇膏	粉底刷
遮瑕	膏修盘	眼线	唇釉	胭脂刷
粉底	魅眼盘	眼影	唇部护理	眼影刷
定妆	双质高光	眉妆		散粉刷
腮红	高光粉膏			工具刷
光影	高光粉饼			其他
	收颜粉膏			
	三色修容			
	粉膏伴侣			
	双色鼻影			

资料来源: 毛戈平官网, 东方财富证券研究所

图表 38: 创始人强调通过光影调整骨相



资料来源: 毛戈平天猫官方旗舰店, 东方财富证券研究所

产品的光影理念、优异妆效易于在社媒传播。从当前的美学趋势来看, 医美消费者追求自然的微调效果、更高的轮廓流畅度和面部平整度, 而通过彩妆以及特定的上妆手法调整光影也可以一定程度上实现微调面部结构的效果, 而毛戈平品牌在产品妆效优异的前提下, 叠加创始人在社媒与 KOL 的合作宣传, 教育消费者如何针对面部光影进行调整, 可帮助产品、品牌迅速提升认知度。

联名国家运动赛事, 强化品牌专业性与美誉度。基于创始人在彩妆行业的高知名度和认可度, 于 2008/2009 年, 毛戈平品牌分别担任北京奥运会开幕式/中华人民共和国成立 60 周年国庆阅兵式化妆师, 21 年开始进一步合作杭州亚

运会、担任中国国家队官方合作伙伴，并先后推出了“TEAM CHINA”联名的杭州亚运会、巴黎奥运会主题系列产品，有助于在运动会的氛围中进行品牌宣传，而和官方赛事的合作也能够深化消费者对于品牌专业性的认知度。

图表 39：品牌持续合作、联名官方运动赛事，或有助于增强消费者信任感



资料来源：毛戈平官方网站，化妆品财经在线公众号，东方财富证券研究所

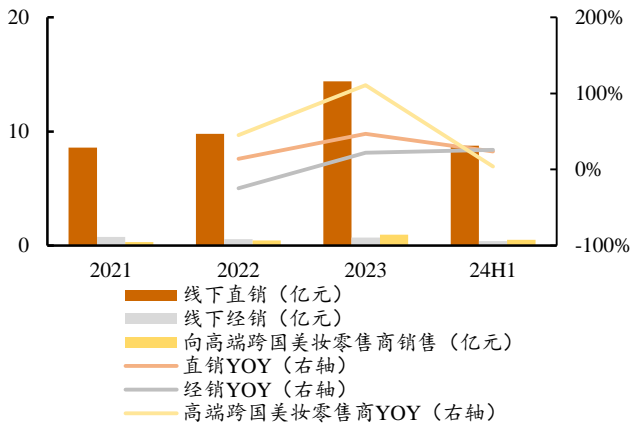
基于创始人的高知名度、专业能力，毛戈平品牌在进行消费者教育、社媒传播或联合国家级活动打造品牌力等方面相较于其他品牌具备一定优势，帮助品牌树立了高端定位，并进一步赋能渠道拓展、产品打造等更多方面。

2.2.2. 线下基础坚实奠定高端品牌定位，基于差异化试妆服务提升竞争力

基于高端定位布局线下专柜渠道。毛戈平品牌定位高端，2003 年在品牌发展早期即开始布局线下专柜，且疫情期间线下渠道亦保持较好增长，2021-2023 年线下收入复合增速 28.8%，24H1 增速 22.6%。

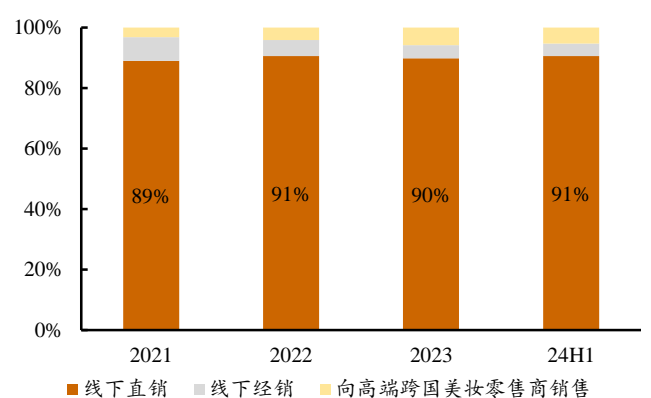
线下直销为主要收入来源。公司线下主要收入来源为直销渠道，收入占比基本维持在 90% 左右，线下直销收入从 2021 年的 8.6 亿增长至 2023 年的 14.4 亿元，CAGR 为 29.4%；其余线下经销、向高端跨国美妆零售商销售两个业务收入占比合计基本稳定在 10% 左右，收入增速波动相对明显。

图表 40：线下各个渠道保持稳健增长



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

图表 41：直销为线下渠道核心收入来源

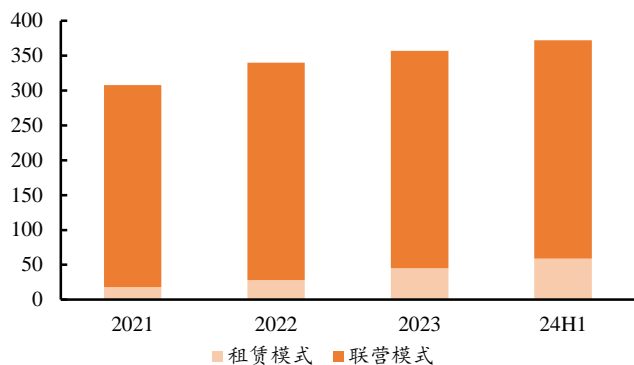


资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

线下自营专柜不断拓展，经销商专柜数小幅提升。公司 2003 年就在上海

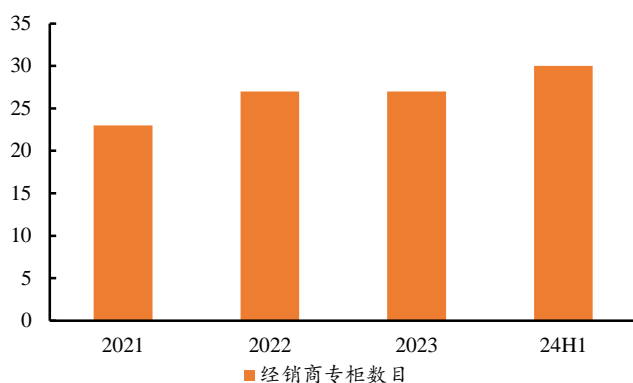
港汇恒隆广场开设了第一家线下专柜，随着品牌发展不断拓展专柜数，品牌直营专柜数从2021年的308家拓展至24H1的372家，净增64家，经销商专柜数目呈现小幅提升趋势，从2021年的23家提升至24H1的30家。根据沙利文数据，截至24H1，品牌线下自营专柜数在中国所有美妆品牌中排名第二，已经建设了相对领先的线下专柜渠道。

图表 42: 直营专柜数目不断拓展



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

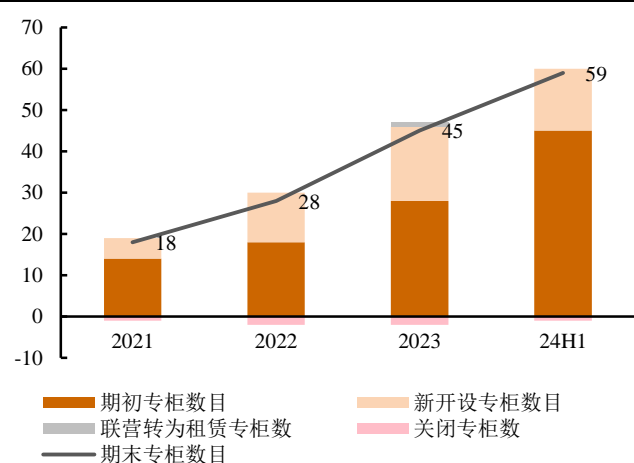
图表 43: 经销商专柜数目小幅上升



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

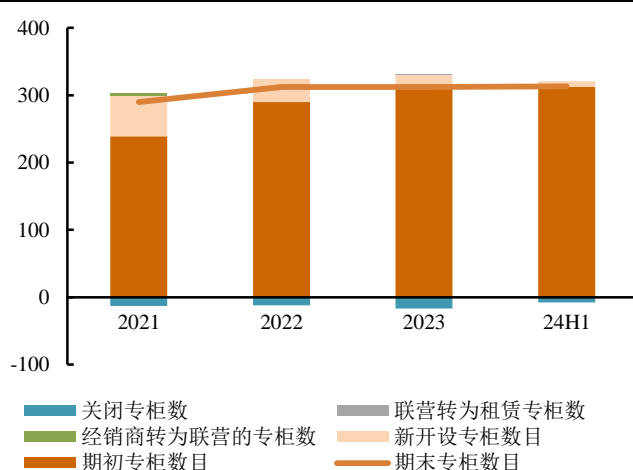
**直营模式下租赁专柜数稳步提升，联营专柜数近年保持稳定。**直营模式主要分为租赁&联营模式，其中租赁专柜数从2021年18个增长至24H1的59个，净增加41个专柜，联营专柜数从2021年290个增长至24H1的313个，净增加23个专柜。在疫情期间，公司抓住部分品牌裁撤专柜的机会，迅速布局优质专柜位置，2021/2022年分别新开设66/46个专柜，2023年专柜拓展趋于常态化，新开设36个专柜，24H1新开设24个专柜，公司预计2024年全年将新开设30-40个专柜。

图表 44: 租赁模式下专柜数稳步提升



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 45: 联营模式下专柜数近几年保持稳定



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

**构建专柜会员体系，有助于提升消费粘性。**毛戈平品牌建立了成熟的专柜会员体系，为消费者提供增值服务。包括：妆容服务——专柜配有专业设计的化妆台，全国专柜配备了超2700名精通化妆知识和技能的美妆顾问，平均每

个专柜配备 7-8 个顾问，能够为会员提供眉妆定制以及妆容教学服务（美妆会员 1 次，风尚会员 8 次，白金会员 12 次，至尊会员 24 次；单次价值 300 元），这类需要线下履约的服务或能够加强消费者的粘性，消费者到店后除进行服务外，亦有可能通过了解消费者当下需求，进一步推荐消费者需要的产品，提升连带消费。此外，毛戈平品牌会员也搭建了积分体系，消费 10 元可积累 1 风尚币，1 风尚币抵扣 1 元现金使用，或提升会员持续复购的意愿。

图表 46：不同级别的专柜会员享受不同的特权服务，或有助于加强消费粘性



资料来源：毛戈平官方网站，东方财富证券研究所

差异化的免费妆容服务一方面能够帮助品牌建立相较于其他国际美妆品牌的优势，加深消费者粘性；另一方面也能够在线下试妆场景中邀请会员尝试更多彩妆、护肤单品，或有助于培育更多彩妆大单品、进一步促进彩妆消费者的需求向护肤品类拓展。

### 2.2.3. 培训学校为公司、行业持续输送人才，为品牌形成天然 KOC 人群

毛戈平艺术培训学校成立 24 年，培育超 15 万名专业人才。毛戈平美妆教育建校于 2000 年，是以彩妆培训、形象设计培训为主的专业艺术学校，自建校以来，品牌连续在北京、上海、浙江杭州、四川成都、重庆、广东深圳、河南郑州、湖北武汉、山东青岛建立了 9 所分校，培育了 15 万多名彩妆造型专业艺术人才。

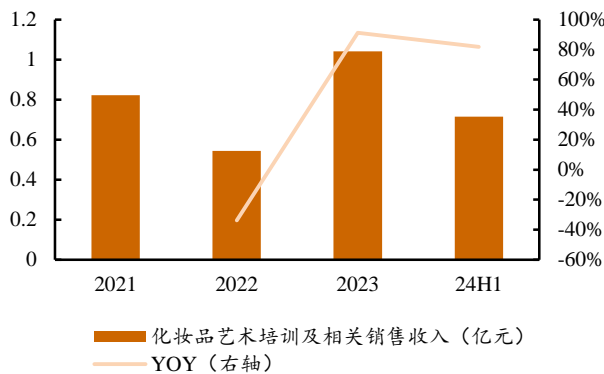
图表 47：全国范围内已经布局 9 所分校



资料来源：毛戈平美妆教育官网，东方财富证券研究所

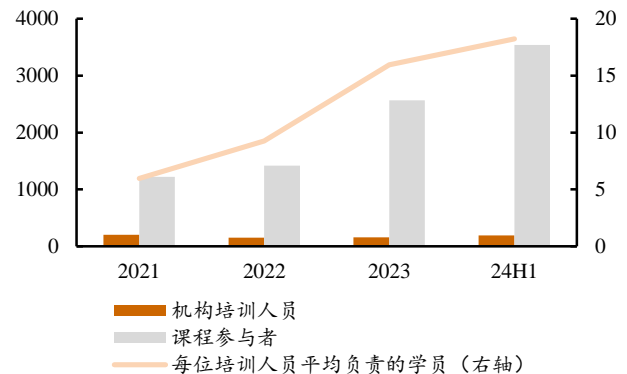
**化妆品艺术培训业务疫后快速恢复。**公司的化妆品艺术培训及相关销售收入在疫情期间受到一定影响，22 年课程参与者人数提升较慢、同比增长 16%，培训人员数量亦有所减少、同比下降 25%，收入端下滑 34% 至 0.54 亿元，进入 23 年后业务恢复明显，收入/课程参与人数/培训人员数分别同比增长 91%/81%/5%，24H1 恢复趋势延续，收入同比增长 82% 达 0.72 亿元。

图表 48：培训业务疫后迅速恢复



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

图表 49：课程参与人数呈现不断增长的趋势



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

**培训业务有助于扩大品牌影响力，积累产品反馈。**培训课程的化妆品及美妆工具部分来自于毛戈平品牌，确保提供专业培训体验，有助于提升产品在专业化妆界的知名度，公司化妆培训课程参与者寻求在影视、时尚、设计、婚庆、摄影、媒体、博客、零售等多个领域发展，或自然成为品牌的 KOL/KOC，因而有助于传播品牌的美学理念，进一步提升品牌影响力。此外亦可以在专业培训中积累对于产品的建议反馈，有助于构建更完善、切合消费者需求的产品矩阵。

**化妆培训课程为行业以及公司培养输送人才，强化公司线下专柜竞争优势。**在培训课程中培养的优秀人才也有机会加入公司成为总部员工、培训人员或专柜美妆顾问，根据沙利文数据，公司建立了中国所有国货及国际美妆品牌中最大的专柜服务团队之一，全国专柜配备了超 2700 名精通化妆知识和技能的美妆顾问，为消费者提供优质的服务体验，进一步提升公司线下专柜差异化服务

的竞争优势。

#### 2.2.4. 基于品牌认可、渠道优势，聚焦细分赛道打造差异化大单品

**彩妆&护肤领域内均已具备差异化大单品。**截至 2024 年上半年，毛戈平品牌拥有涵盖两个类别（护肤、彩妆）的 387 个单品，其中光感无痕粉膏系列、奢华鱼子面膜分别为品牌在彩妆、护肤类目内的大单品，已经建立了较高的消费者认知度、实现可观的 GMV 规模。2023 年光感无痕粉膏系列 GMV 超过 3 亿元、24 年上半年系列 GMV 超 2 亿元；基于“西伯利亚鲟鱼子”等成分，打造从奢养护肤（奢华鱼子面膜等）到养肤底妆（奢华鱼子无瑕气垫粉底液）的产品系列，其中奢华鱼子面膜单品 2023 年 GMV 超过 6 亿元、24 年上半年 GMV 超 4.5 亿元。

图表 50：毛戈平品牌打造众多明星单品



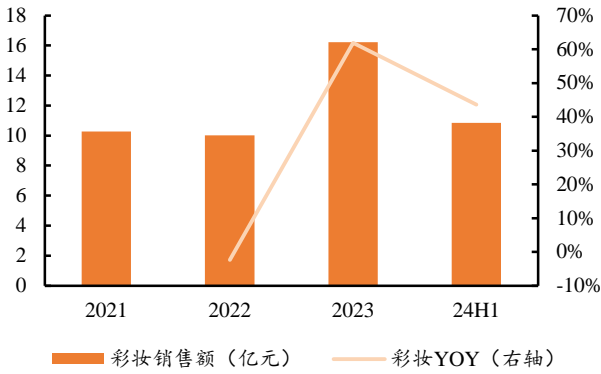
资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

#### ➤ 彩妆：差异化产品形式+“养肤”理念加持底妆产品打造

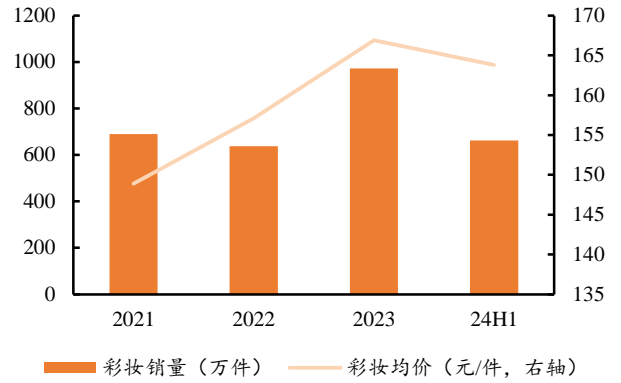
**销量提升带动 23 年彩妆品类收入恢复增长。**2023 年彩妆品类恢复增长，实现收入 16.2 亿元，同比增长 62%，其中量/价增速分别为+52%/+6%，24H1 实现收入 10.8 亿元，同比增长 44%，其中量/价增速分别为+41%/+2%，可见收入增长主要来自销量增长贡献，品牌知名度提升、渠道扩张带来的人群扩张或为增长的核心驱动力。

图表 51：彩妆产品销售额优异增长

图表 52：彩妆产品均价波动向上



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

我们认为能够在彩妆赛道打造出大单品的核心因素包括: (1) 彩妆赛道中, 我们认为底妆类产品相较于色彩类产品复购率更高, 品牌选择了底妆类目中细分的“粉膏”赛道, 成功在子品类中建设较高的认知度; (2) 通过添加各类精粹成分优化产品肤感以及上妆效果, 同时也有助于提升产品价值感; (3) 根据不同底妆产品特征配备不同的上妆工具, 帮助实现更好的上妆体验和效果。

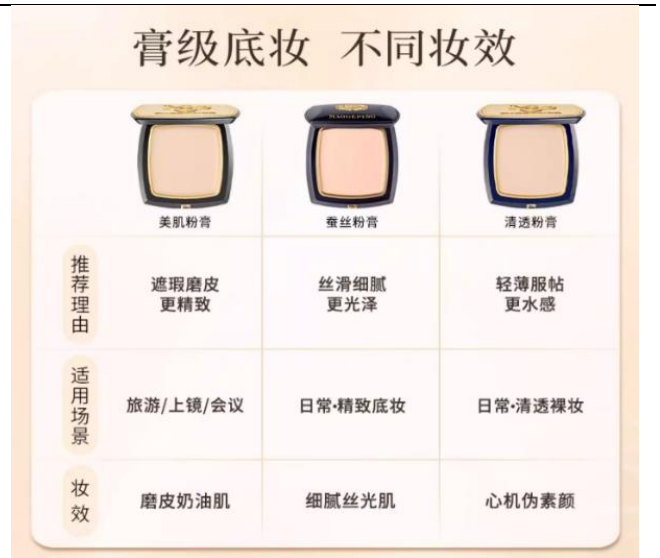
无痕粉膏系列为品牌核心底妆大单品, 打造“膏级底妆”系列。根据毛戈平天猫旗舰店宣传, 公司第一款粉膏产品推出至今已经超过 20 年, 独特的产品形式为品牌的面妆产品提供了差异化于其他品牌核心底妆产品 (多为粉底液、气垫形式) 的成长路径。产品介绍提到“粉膏是浓缩的粉底液=更遮瑕、更扒脸的底妆, 粉膏可作为粉底全脸使用也可以作为遮瑕局部精准叠加”, 具备一定使用灵活度, 也节省了单独遮瑕的步骤, 提升消费意愿; 此外, 不同类型的粉膏产品也为消费者提供了不同场景下的消费选择。

图表 53: 粉膏对比粉底液具有一定优势



资料来源: 毛戈平天猫官方旗舰店, 东方财富证券研究所

图表 54: 主打差异化“膏级底妆”

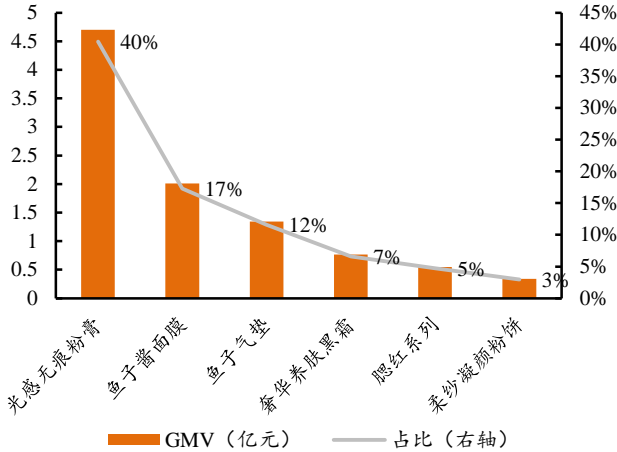


资料来源: 毛戈平天猫官方旗舰店, 东方财富证券研究所

大单品无痕粉膏系列为线上抖音渠道销售核心来源。根据蝉妈妈数据, 2024 年以来累计至 11 月 11 日毛戈平品牌在抖音渠道累计 GMV 为 11.6 亿元, 其中光感无痕粉膏 (系列产品, 包括光感美肌/清透无痕粉膏等产品) 实现

GMV4.7 亿元、销售占比 40%，为 GMV 占比最高的 SKU，此外占比较高的 SKU 包括护肤类的鱼子酱面膜（占比 17%）、养肤黑霜（占比 7%），面妆类的鱼子气垫（占比 12%）等产品，但与无痕粉膏产品的销售规模依然有一定差距。

图表 55：光感无痕粉膏为抖音销售占比最高的单品



资料来源：蝉妈妈数据库，东方财富证券研究所  
注：统计周期为2024年1月1日-11月11日

图表 56：底妆产品添加精粹成分，实现更佳妆效



资料来源：毛戈平天猫旗舰店，东方财富证券研究所

**底妆添加各类精粹成分，养肤&妆效兼具。**根据美丽修行×ZELENS《养肤底妆市场趋势洞察》，超过90%的消费者对于养肤底妆有使用或尝试的需求，71%/63%的消费者偏爱养肤底妆的原因分别为养肤底妆更滋润，妆效更好/养肤底妆不闷妆，肤感更佳，同时61%的消费者关注产品可能带来的护肤效果——“追求妆养合一、改善皮肤问题”，品牌的两款核心底妆均添加了具备保湿效果的成分（如：维生素E、合成角鲨烷）以及天然成分提取物，从使用效果角度或有助于实现更佳的上妆、持妆效果，从消费者心智角度也能够提升产品&品牌的价值感，凸显差异化。此外，从备案角度，根据美丽修行统计，毛戈平品牌的部分底妆产品已经进行了除基础的底妆产品“美容修饰”效果之外的功效宣称，包括：防晒、保湿、控油等功效，从宣传角度也更为合规。

图表 57：品牌部分底妆产品具备除基础“美容修饰”外的功效宣称

图片	商品名称	品牌	安全	用户评分	商品分类	商品关键词	功效宣称	备案号
	MAOGEPING BEAUTY 奢华鱼子气垫粉底液801SPF30,PA+++	毛戈平	3.80	-	气垫BB/CC霜	防晒、遮瑕	防晒 美容修饰	国妆特字20222646
	MAOGEPING BEAUTY 星耀锁妆气垫粉底液701	毛戈平	4.30	-	粉底液/粉底霜	-	保湿 美容修饰 控油	浙G妆网备字2023030632
	MAOGEPING 光感柔润粉底液800	毛戈平	4.00	-	粉底液/粉底霜	光感	保湿 美容修饰	浙G妆网备字2023024693
	MAOGEPING BEAUTY 凝采柔雾气垫粉底液802	毛戈平	4.70	3.60	气垫BB/CC霜	哑光	美容修饰	浙G妆网备字2021506386
	MAOGEPING BEAUTY 光感清透无痕粉膏801	毛戈平	4.70	3.67	粉底霜/棒	光感	美容修饰	浙G妆网备字2022007459
	MAOGEPING BEAUTY 光感美肌无痕粉膏802	毛戈平	4.70	3.00	粉底霜/棒	光感	美容修饰	浙G妆网备字2021511840
	MAOGEPING BEAUTY 莹肌菁纯粉底液810	毛戈平	4.20	-	粉底液/粉底霜	-	美容修饰	浙G妆网备字2023012821
	MAOGEPING BEAUTY 星耀锁妆气垫粉底液702	毛戈平	4.30	-	粉底液/粉底霜	-	保湿 美容修饰 控油	浙G妆网备字2023030633

资料来源：美丽修行大数据，东方财富证券研究所

**根据不同类型底妆产品特征提供适配的上妆工具。**根据底妆产品的不同配方质地，品牌也针对性地提供了不同的上妆工具以实现更好的妆容效果，亦能

够凸显品牌的专业性，如：大单品无痕粉膏系列产品搭配三角皮海绵，光影塑颜高光膏搭配化妆刷&三角皮海绵，奢采凝光养肤粉底霜搭配扁平粉底刷等。

图表 58：通过提供不同的上妆工具实现更好妆效

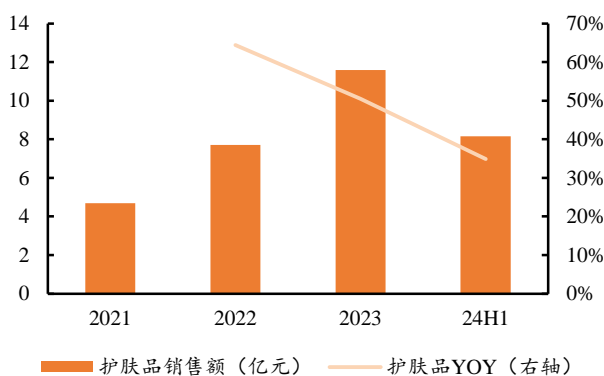


资料来源：毛戈平天猫官方旗舰店，毛戈平官网，东方财富证券研究所

► **护肤：选择细分赛道+提供直接感受产品效果的线下场景打造大单品**

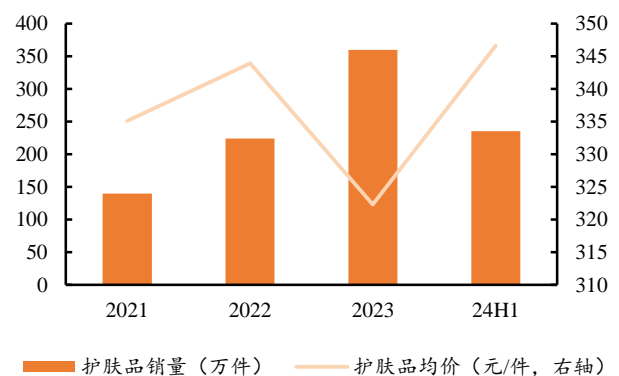
24H1 均价恢复增长趋势，量价齐升推动护肤收入增长。2023 年护肤品类实现收入 11.6 亿元，同比增长 50%，其中量/价增速分别为+61%/-6%，24H1 收入 8.1 亿元，同比增长 35%，其中量/价增速分别为+25%/+8%，恢复量价齐升的增长趋势。

图表 59：护肤收入持续保持较好增速



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

图表 60：护肤产品均价波动向上



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

**我们认为帮助品牌顺利打造护肤大单品的因素包括：**1) 在线下试妆场景下，通过帮助消费者在上妆前免费尝试能够改善皮肤状态、实现更好妆效的护肤产品，提升消费者对于品牌护肤产品的信任感，或可以高效实现从彩妆消费者向彩妆+护肤消费者的转化；2) 产品具备差异化原料成分，选择契合“上妆前快速改善皮肤状态”需求的差异化涂抹面膜细分赛道。

拓展护肤产品往往需要差异化的原料、成分以提升消费者信任。如果希望达到创始人追求的自然“精致微雕”效果，上妆前的护肤是达成理想效果必不可少的步骤，因此品牌提供高端护肤+高端养肤底妆以帮助消费者达到更好面部状态的逻辑链相对畅通。但不同于护肤品牌拓展彩妆品类的逻辑，彩妆品牌拓展护肤产品往往是围绕化妆步骤展开，且需要差异化的原料、成分添加以提升消费者对于产品价值感的认同、对于新产品尝试的欲望。基于品牌高端的定位，品牌选择了“鲟鱼子”这个具备轻奢概念的原料成分作为核心产品系列的主打，或有助于较快建立消费者认知度。

大单品奢华鱼子（涂抹）面膜细分品类具备差异化、定位延续高端。毛戈平品牌拓展护肤品线是沿着“提供更好的妆容表现”逻辑进行延伸，而面膜类别的产品往往具备“急救”效果，能够迅速改善皮肤情况，符合拓展护肤品线逻辑。而面膜品类拆分来看，贴式面膜竞争相对激烈、无法针对特定面部区域，涂抹面膜形式更为新颖、功效多样，能够为消费者提供类似“居家SPA”的体验，因而也有较多海外中高端品牌的涂抹面膜产品成为“网红”产品（如：菲洛嘉十全大补涂抹面膜、伊菲丹超级面膜、法尔曼幸福面膜等），毛戈平奢华鱼子面膜产品在契合品牌定位的同时，通过提供较好的保湿抗衰效果改善皮肤状态，以实现服帖妆效。

图表 61：毛戈平奢华鱼子面膜在中高端涂抹面膜中定价适中



	毛戈平鱼子面膜	菲洛嘉十全大补面膜	法尔曼幸福面膜	伊菲丹超级面膜
价格	780元/65g	535元/50ml	2280元/75ml	1800元/50ml
单价	12元/g	10.7元/ml	30.4元/ml	36元/ml

资料来源：菲洛嘉、法儿曼、伊菲丹天猫官方旗舰店，毛戈平官网，东方财富证券研究所

奢华养肤黑霜一瓶多效，逐步积累消费者认可。除大单品奢华鱼子面膜外，护肤单品奢华养肤黑霜在线上核心渠道（天猫、抖音）的销售也排在店铺前列，在不同的使用场景/需求下通过调整产品用量实现不同的效果，除了基础的面霜用法外，在妆前少量使用可达到平滑肌肤、减少卡粉的效果，与后续上妆步骤较好衔接，或有利于从彩妆消费者向护肤产品消费者转化。

图表 62：面膜单次使用后即可看到肌肤改善效果

图表 63：奢华养肤黑霜根据用量实现不同效果

**Q4 面膜使用后就能看到效果吗?**

鱼子面膜属于密集修护类面膜,可以改善肌肤亚健康状态并维持肌肤稳定。若您在肌肤处于疲惫、暗沉、粗糙时使用,改善体会更加明显。单次使用后肌肤紧致+10.49%,毛孔面积-5.36%,泛红改善-20.10%;连续使用2周后弹性提升20.75%,法令纹深度-10.10%,水分流失-33.76%

对于肌肤长期累积下的损伤,建议以28天为一个周期(每周1-2次)集中护理后再进行对比。推荐与毛戈平鱼子面膜和黑霜搭配使用,实现对面部肌肤的整体保养。

资料来源:毛戈平天猫官方旗舰店,东方财富证券研究所

按需定量因你而异

妆前薄涂  
平滑肌理 告别卡粉  
【鹅芝麻量】

日夜修护  
集中修护 稳固屏障  
【鹅黄豆量】

SPA厚敷  
深层滋养 提升肌肤修护力  
【鹅大红豆量】

资料来源:毛戈平天猫官方旗舰店,东方财富证券研究所

拓展护肤类目有助于提升品牌销售稳定性,打开品牌增长天花板。对比而言,面妆产品的消耗速度往往与外出频率、化妆频率具备较强相关性,因此不同消费者的复购率存在较大差异和不稳定性(其中色彩相关的眼影、腮红、口红等产品的复购不确定性或相较于底妆、光影类产品更高);而护肤品一旦建立消费者粘性,其消耗速度、复购频率更具备可预测性。此外,护肤品赛道空间也远高于彩妆品类,根据沙利文数据,2023年中国护肤市场(4630亿)是中国彩妆市场(1168亿)的3.96倍,因此我们认为毛戈平品牌对于护肤线的拓展有助于提升品牌持续增长的确信性以及品牌规模天花板。

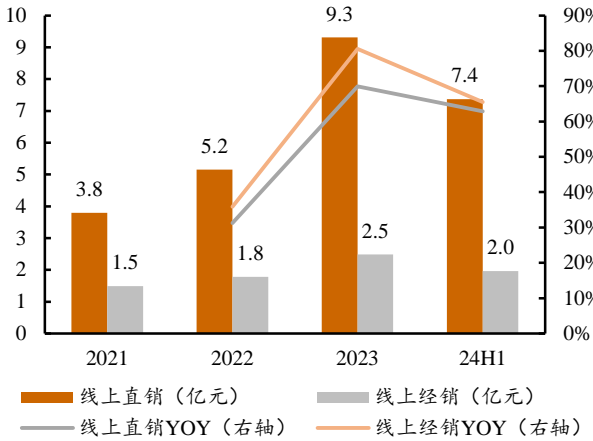
总结前述提到的创始人IP、线下专柜渠道以及产品布局,不可否认产品力是品牌发展的基础,但我们认为毛戈平品牌壁垒的形成主要基于:首先,在品牌创始人毛戈平先生的背书下,相较于其他国产美妆品牌,消费者对于毛戈平品牌产品高端定位定价的接受度更高;其次,公司基于较早即开始搭建的线下专柜渠道提供试妆服务,在专柜渠道构建相较于其他外资美妆品牌的差异化竞争力,有助于加强专柜会员的消费粘性,也为线上触达的消费者提供在线下“消费升级”的场景;从产品角度则提供了让消费者直接尝试新品/护肤产品的机会,帮助大单品的培育以及从彩妆向护肤类目的转化。

#### 2.2.5. 线上处于持续渗透的红利期,持续拓展潜在消费人群打开增长空间

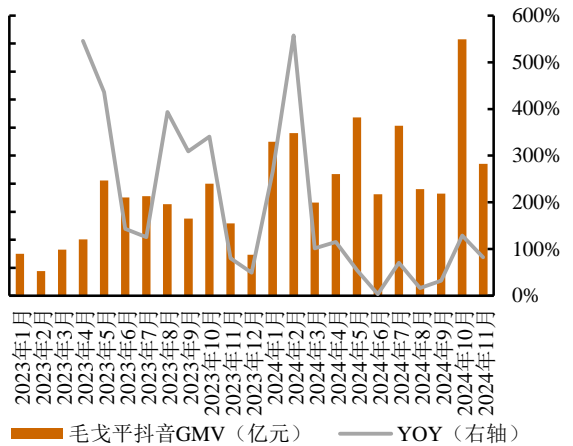
线上处于发展红利期,直销、经销均保持高速增长。2018年公司于天猫渠道开设首家网店,开始逐步完善线上渠道布局,在高速增长的红利期,线上直销渠道收入从2021年的3.8亿元增长至2023年的9.3亿元,CAGR为57%,24H1线上直销收入7.4亿元/yoy+63%,线上经销渠道收入从2021年的1.5亿元增长至2023年2.5亿元,CAGR为29%,24H1线上经销收入2.0亿元/yoy+65%,线上各个渠道均保持优异增速,品牌此前在线下积累的客群以及在社媒渠道建设的知名度助推品牌线上销售快速放量。

图表 64: 线上直销、经销收入均保持高速增长

图表 65: 毛戈平品牌在抖音渠道增速优异



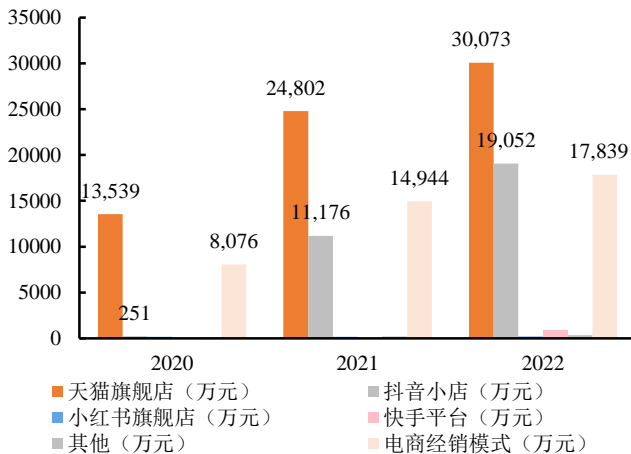
资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所



资料来源: 蝉妈妈数据库, 东方财富证券研究所

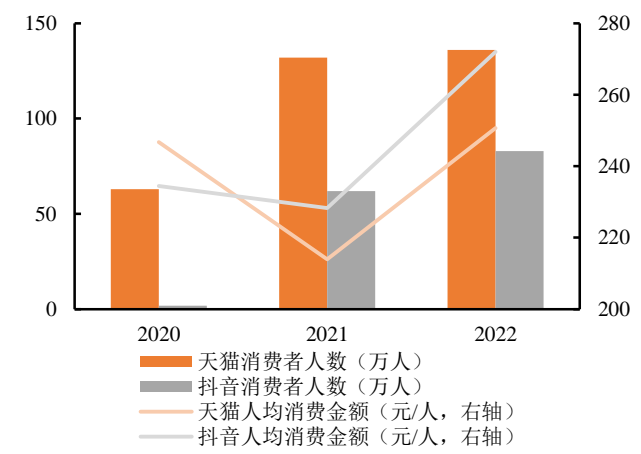
**线上渠道布局多元, 天猫&抖音为直营核心渠道。**2022年毛戈平品牌电商直营渠道合计收入 5.1 亿元, 其中天猫、抖音为核心渠道, 收入占比分别为 59.5%/37.7%, 2022 年分别同比增长 21%/70%, 而快手/小红书/其他渠道占比相对较低, 收入占比分别为 1.8%/0.4%/0.7%, 仍处于发展起步阶段。核心天猫&抖音渠道拆分消费人数&人均消费金额来看, 2022 年天猫增长主要由人均消费金额恢复驱动, 而抖音渠道依然处于人群扩张阶段, 呈现消费者人数、人均消费金额同步增长趋势。

图 66: 22 年天猫抖音为毛戈平品牌核心线上渠道



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

图 67: 抖音渠道消费者人数快速增长

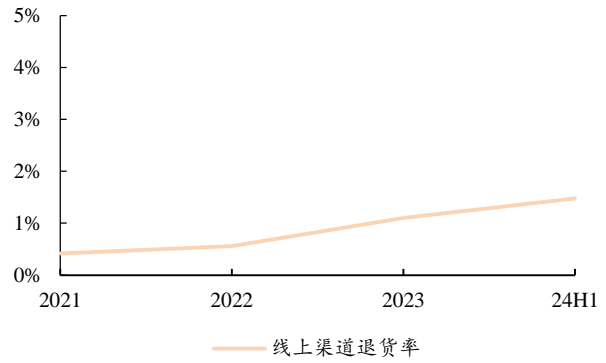
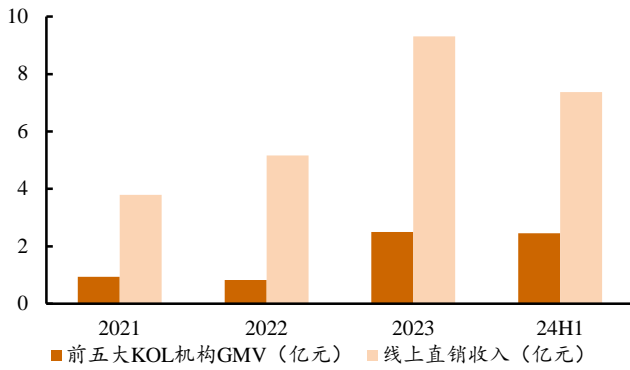


资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

**对于头部 KOL 机构销售依赖度相对有限, 退货率持续保持较低水平。**随着线上渠道流量费用不断提升, 部分平台流量向达播倾斜, 品牌合作的前五大 KOL 机构 GMV 绝对值以及比重从 23 年开始提升, 但整体依赖程度有限; 线上渠道退货率角度, 虽然随着一段时间内平台提升“价格力”的优先级、提供比价、开放仅退款等因素导致核心线上平台整体退货率走高, 但品牌整体退货率依然保持低个位数水平, 远低于行业平均水平。

图 68: 对于头部 KOL 机构销售依赖度相对有限

图 69: 线上渠道退货率基本保持较低水平



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

**线上天猫&抖音渠道会员体系打通, 主要通过积分兑换小样等形式为会员提供更多产品尝试。**与线下专柜会员体系不同, 公司在天猫、抖音旗舰店渠道搭建了线上会员体系, 会员一年内根据不同累计消费金额分为白光卡 (0 元)、蓝耀卡 ( $\geq 50$  元)、金芒卡 ( $\geq 600$  元)、黑钻卡 ( $\geq 1800$  元), 对比专柜会员第一档消费金额即为 1800 元的要求, 品牌线上会员的消费门槛明显较低。从会员权益角度, 更多通过积分兑换优惠券、产品小样的形式吸引消费者尝试更多产品、持续复购。

图表 70: 天猫、抖音渠道消费为同一会员体系

— 会员入会及等级规则 —

**1. 会员等级说明**

V1(白光卡): 近一年累计实付金额 < 50 元, 等级永久有效;  
 V2(蓝耀卡): 50 元 < 近一年累计实付金额 < 600 元, 等级有效期为 12 个月  
 V3(金芒卡): 600 元 < 近一年累计实付金额 < 1800 元, 等级有效期为 12 个月  
 V4(黑钻卡): 近一年累计实付金额  $\geq 1800$  元, 等级有效期为 12 个月

**2. 会员等级有效期**

除白光卡会员外, 其他会员等级有效期为 12 个月。  
 会员升级后, 若在 12 个月内累计的消费金额满足相应的等级条件, 可以保级或升级;  
 会员等级到期后则根据会员在过去 12 个月内的消费金额重新计算会员等级。  
 \* 会员等级有效期举例:  
 如 24 年 10 月 30 日会员 A 从 V1 升级为 V4, 在 25 年 10 月 30 日前如果未消费达到 1800 元, 仅 1200 元, 则降级为 V3。

**3. 订单状态与会员等级**

会员因任何理由在任何时间退换货产品, 系统将按照购买时实际获取的消费积分予以调整或扣除, 会员等级也将做出相应调整, 退货前享受的卡等级权益及福利品牌有权收回。

**4. 会员账号的判定标准**

毛戈平会员体系以注册入会绑定的手机号判定是否为同一个会员, 如您在天猫毛戈平官方旗舰店和抖音毛戈平官方旗舰店的会员等级及积分并未同步, 建议您优先查询是否因为注册手机号不同导致, 如有疑问可咨询线上客服为您解答。

资料来源: 毛戈平天猫旗舰店, 东方财富证券研究所

图表 71: 线上会员消费金额累计金额门槛少于线下会员等级权益

会员等级权益

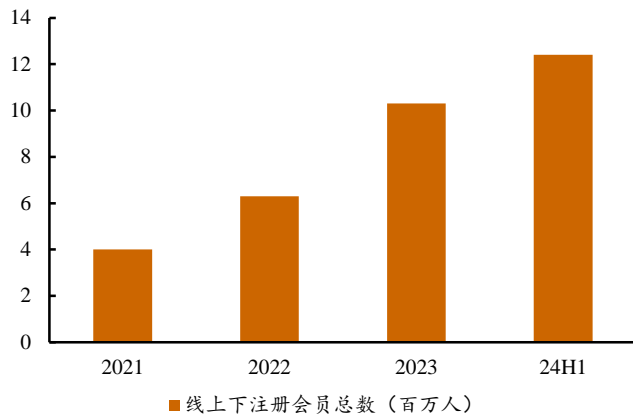
权益	白光卡 (0元)	蓝耀卡 ( $\geq 50$ 元)	金芒卡 ( $\geq 600$ 元)	黑钻卡 ( $\geq 1800$ 元)
购物享积分	✓	✓	✓	✓
积分兑礼	✓	✓	✓	✓
生日礼	✓	✓	✓	✓
积分兑券	✓	✓	✓	✓
升级礼	✓	✓	✓	✓
新品试用	✓	✓	✓	✓

有效期限: 等级生效后 365 天内有效。  
 积分仅限天猫官方旗舰店与抖音官方旗舰店购入, 均可累积积分, 消费 1 元得 1 分。自 2022 年 7 月 1 日起获取的会员积分, 将于 24 年 12 月 31 日到期, 逾期清零。  
 \* 如 24 年 7 月 2 日会员消费 600 元, 则可获赠 600 积分, 该积分于 25 年 12 月 31 日到期

资料来源: 毛戈平天猫旗舰店, 东方财富证券研究所

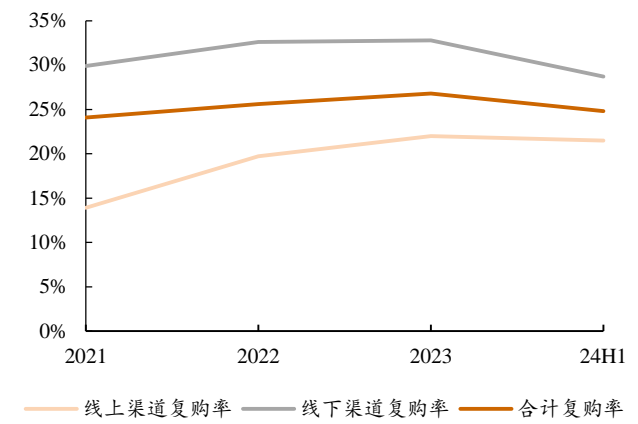
**线上线下渠道协同发展, 持续加强消费粘性。**公司全渠道注册会员数量快速积累, 从 2021 年的 400 万提升至 24H1 的 1240 万 (24H1 线下渠道拥有 420 万会员)。除会员数目扩张外, 会员消费粘性亦在稳步提升, 从 2021-2023 年线上、线下渠道复购率均稳步向好, 尤其线上渠道复购率从 13.9% 快速提升至 22.0%, 远高于行业平均线上 10% 的复购率, 而未来线上消费者向线下转化有机会进一步提升消费粘性, 考虑到线上以销售小克重产品为主、会员增值服务相对较少, 线下以销售大克重产品为主 (单克价格更便宜)、能够提供较多增值服务, 未来线上触达的消费者也可能在体验线下一对一试妆服务和产品咨询向更深度用户转化, 提升会员粘性和客单价。

图表 72: 品牌全渠道注册会员总数不断增长



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 73: 全渠道 (全年) 复购率呈现向好趋势



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

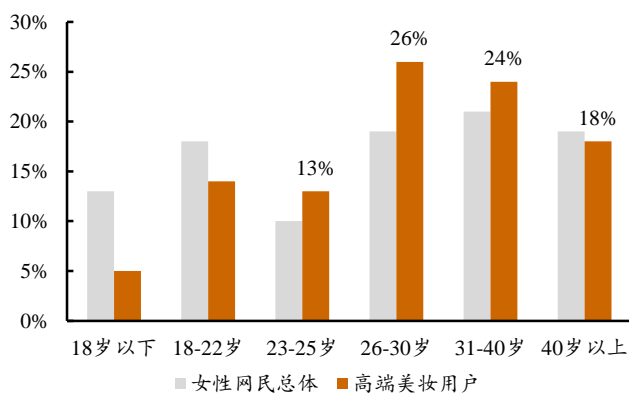
注: 复购率=购买产品2次或以上的会员数/同一期间至少购买一次的会员数; 24H1复购率低于往年全年主要源于产品使用期限以及季节性影响

### 3. 自下而上看公司未来的增长潜力

#### 3.1. 渠道维度来看增长空间充裕

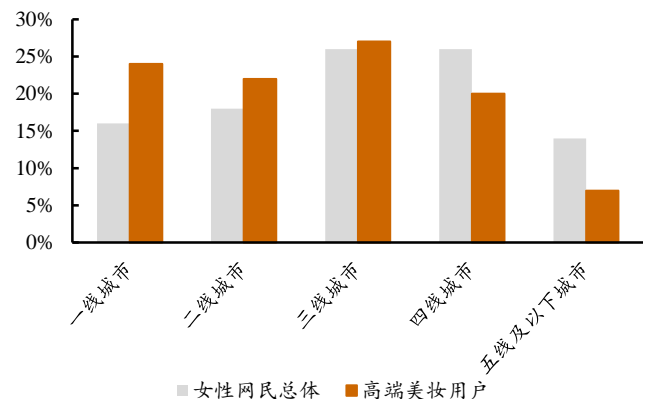
**从人群角度：**根据腾讯《2019 高端美妆消费白皮书》，14-55 岁全国女性网民中 28% 为高端美妆用户，对应约 9000 万人，若我们选取 26 岁以上消费者为毛戈平品牌的核心消费人群，对应约 6120 万人；根据 BCG《中国高端美妆市场数字化趋势洞察报告》调研，2022 年中国内地高端美妆市场中高端彩妆的用户渗透率约 50%、高端护肤渗透率约 90%，保守按照 50% 渗透率计算（假设毛戈平品牌护肤产品消费者基本为此前品牌的彩妆产品消费者），毛戈平潜在目标人群数量超过 3060 万人，若以毛戈平品牌目前全渠道会员数 1240 万对比，则品牌人群依然有翻倍以上空间。

图表 74：核心高端美妆用户年龄集中在 26-40 岁



资料来源：腾讯《2019 高端美妆消费白皮书》，浙江美妆公众号，东方财富证券研究所

图表 75：三线城市高端美妆消费者占比最高



资料来源：腾讯《2019 高端美妆消费白皮书》，浙江美妆公众号，东方财富证券研究所

**从渠道角度，线上有望继续快速增长，线下从门店数×店效或会员运营角度均有充足增长空间：**拆分线上线下渠道来看，1) **线上：**目前公司线上渠道依然处于快速发展阶段，电商作为拓展人群增量的重要渠道，毛戈平品牌天猫、抖音旗舰店粉丝数均相较于头部品牌有翻倍以上空间；从客单价角度，线上主要通过小克重的产品拓展潜在消费者，专柜以大克重产品为主，但考虑到专柜能够提供较多增值服务、连带消费的概率更高，若未来部分线上消费者迁移至线下消费亦有望带来客单价的增量。2) **线下：**我们认为无论从门店数×店效维度判断，或从会员运营角度测算，线下专柜渠道均有充足增长空间。

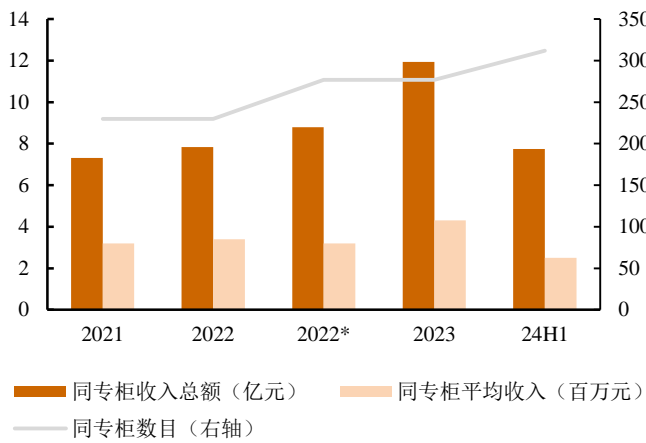
➤ **从门店角度来看：**拆分为门店数增长以及店效增长两个维度。

**门店数目稳定增长。**截至 24H1 公司自营专柜数为 372 家，根据公司募资用途中提及“计划在中国每年在百货商店新开设约 30 个专柜”，我们预计专柜数量或保持稳定增长。

**公司近年来店效保持持续增长趋势。**对比 2021-2023 年同专柜平均收入，持续保持增长趋势；对比不同经营年限的专柜在 2021 年-24H1 时间维度的日销表现，基本保持稳步向上趋势，尤其从同年新开业专柜的日销数据来看，即使在疫情年份新开专柜的日销均保持向上趋势，或源于品牌的影响力不断提升、

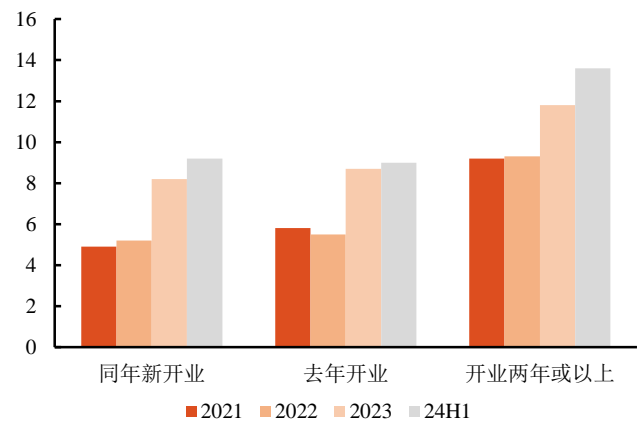
专柜位置不断优化。

图表 76: 单店平均店效稳步提升



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所  
注: 2022\*为调整同专柜基数至277家后计算得的收入总额和店均收入

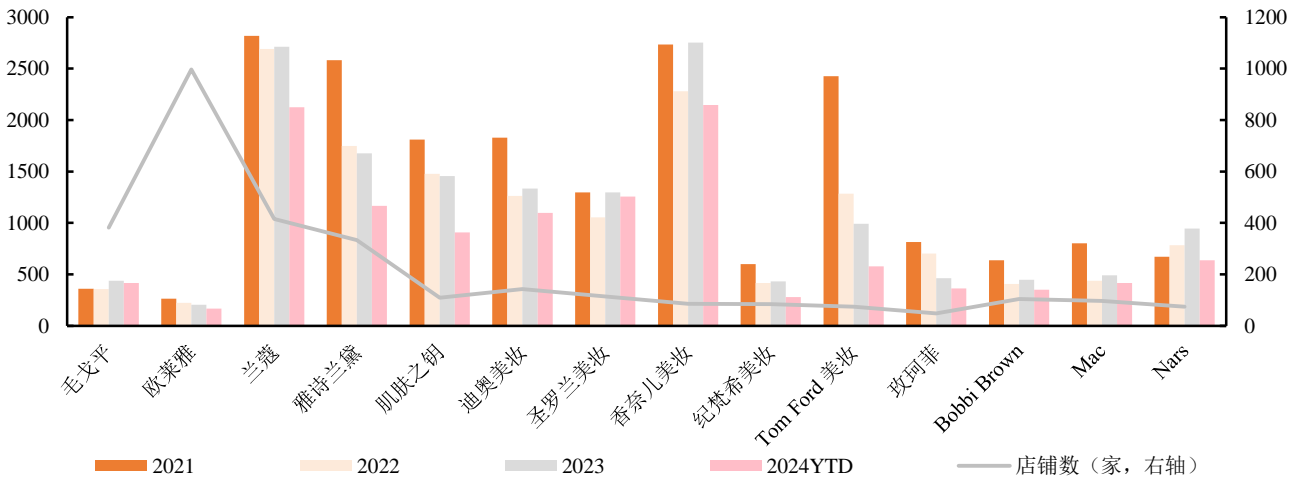
图表 77: 不同成熟程度的门店日均销售额 (单位: 千元) 均稳步向上



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

对比海外美妆品牌, 店效向上空间可观。根据久谦数据, 毛戈平品牌线下专柜对比其他中高端美妆品牌的线下门店, 目前毛戈平的店效已经超过部分海外美妆师品牌门店, 但相较于头部美妆品牌 YSL、DIOR 依然有充足增长空间。

图表 78: 核心美妆品牌线下专柜年店效 (单位: 万元) & 店铺数情况



资料来源: 久谦数据, 东方财富证券研究所 注: 2024YTD截至2024年12月5日

➤ 从会员运营来看: 专柜会员稳步向更高级别转化驱动增长

历史数据来看, 专柜百货渠道风尚及以上级别会员保持较高复购率以及收入贡献度。从 2022 年公司毛戈平品牌专柜百货渠道的会员数来看, 在册的美妆/风尚/白金风尚/至尊风尚会员分别为 254.7/12.6/4.9/3.6 万人, 其中具备消费门槛的风尚以上级别会员均保持着较高复购率——分别为 83.22%/97.65%/99.67%, 确认收入金额分别为 2.13/1.80/2.76 亿元, 合计 6.69 亿元, 根据公司港股招股说明书, 2022 年线下直营渠道收入为 9.79 亿元, 高粘性的客群为品牌线下销售贡献重要收入来源。

图表 79: 22 年毛戈平品牌专柜百货渠道中会员保持较高复购率

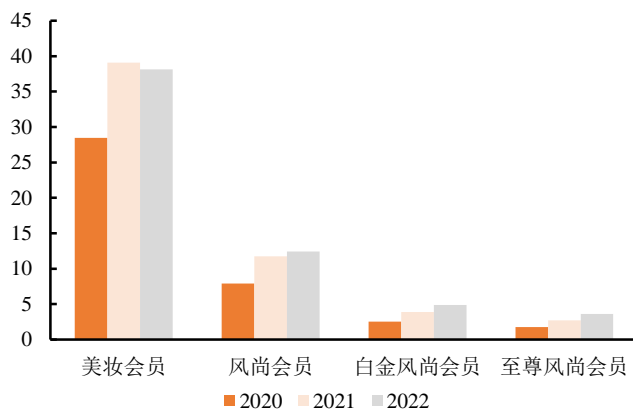
会员等级	消费标准(元)	2022 年末百货专柜渠道会员注册人数	消费人数			复购率=(新会员 2+老会员)/注册人数	人均零售额(元)	确认收入金额(亿元)
			新会员 1	新会员 2	老会员			
美妆会员	-	2,546,510	231,782	29,134	120,436	5.87%	641.0	1.65
风尚会员	1,800	126,109	19,434	47,034	57,919	83.22%	2555.8	2.13
白金风尚会员	4,800	49,281	757	16,846	31,275	97.65%	5498.8	1.80
至尊风尚会员	8,800	36,393	41	7,807	28,467	99.67%	11363.3	2.76

资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

注: 新会员 1 指本期间首次来柜购买产品, 且仅消费了 1 次, 达到了对应等级的会员; 新会员 2 指本期间首次来柜购买产品, 且消费了 2 次或 2 次以上, 达到对应等级的会员; 老会员指上一期间在公司专柜有消费记录, 本期间来柜购买过产品, 消费次数至少 1 次, 达到了对应等级的会员

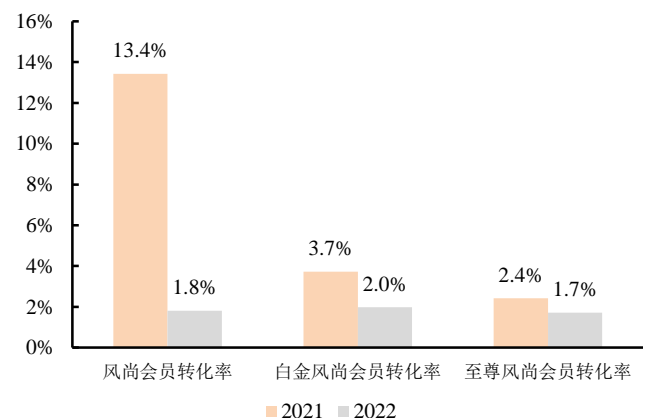
**会员等级、粘性提升有望驱动专柜收入增长。**若从会员运营角度来看, 即使在疫情期间, 线下渠道的客流受到影响, 但 2020-2022 年品牌专柜的风尚及以上级别核心会员数量持续提升, 并稳定向高级别会员转化。2022 年受到部分地区封控影响, 基础美妆会员的增量大幅减小, 或导致风尚会员转化率下降较为明显, 但更高消费门槛的白金、至尊风尚会员的转化率虽有小幅下降, 但依然保持相对稳定, 且 22 年数据来看, 风尚及以上级别会员保持超 80% 复购率, 为线下专柜核心消费人群。在当前线下消费持续恢复的背景下, 品牌有望通过精准营销推送等方式, 提升基础会员稳定向高级别会员转化, 推动线下专柜收入持续增长, 考虑到风尚及以上级别会员为线下专柜收入核心贡献人群, 我们通过假设会员转化率等数据测算线下直营渠道收入增长:

图表 80: 品牌线下专柜的核心会员年消费人数持续提升 (万人)



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 81: 线下核心会员即使在疫情期间亦保持相对稳定的转化率



资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

注: 风尚会员转化率=本年风尚会员新增人数/上年美妆会员总数; 白金风尚会员转化率=本年白金风尚会员新增人数/上年美妆&风尚会员总数; 至尊风尚会员转化率=本年至尊风尚会员新增人数/上年美妆&风尚&白金风尚会员总数

**年消费人数假设:** (1) 假设基础美妆会员保持稳健增长, 除 2023 年疫后恢复阶段快速扩张外, 2024-2026 年保持个位数增长, 2023-2026 年增速分别为 35.4%/7.5%/2.5%/2.5%。(2) 除基础美妆会员外, 其他高级别会员的数量通过转化率计算, 考虑 2022 年转化率有所下降, 2023 年线下渠道客流恢复, 假设 2023 年各个级别百货专柜会员转化率相较于疫情影响相对较小的 2021 年有所

提升；2024年后基本进入正常经营节奏，假设各个级别百货专柜会员转化率趋于稳定，为2021-2022年转化率的平均值。

**人均零售额假设：**由于2020-2022年线下渠道不同程度受到疫情影响，导致会员年度人均零售额存在一定波动，假设：（1）2023年年度人均零售额为2020-2022年平均值；（2）后续年份各级别百货专柜会员年度人均零售额保持稳定，人均消费额提升主要由低等级会员向高等级转化贡献。

**图表 82：公司专柜年消费人数&会员转化率预测**

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
年消费人数	美妆会员	284,516	390,802	381,352	516,316	554,881	568,583	582,623
	风尚会员	79,131	117,338	124,387	179,411	218,735	260,996	304,301
	白金风尚会员	25,241	38,771	48,878	71,741	91,602	113,688	137,371
	至尊风尚会员	17,500	26,930	36,315	52,259	68,149	86,063	105,593
转化率	风尚会员		13.4%	1.8%	14.4%	7.6%	7.6%	7.6%
	白金风尚会员		3.7%	2.0%	4.5%	2.9%	2.9%	2.9%
	至尊风尚会员		2.4%	1.7%	2.9%	2.1%	2.1%	2.1%
年度人均零售额 (元)	美妆会员	736.0	660.9	641.0	679	679	679	679
	风尚会员	2569.8	2547.2	2555.8	2558	2558	2558	2558
	白金风尚会员	5370.7	5504.7	5498.8	5458	5458	5458	5458
	至尊风尚会员	12920.9	12018.3	11363.3	12101	12101	12101	12101

资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所预测  
风险提示：预测数据基于假设测算，仅供参考，存在与实际情况有差异的可能

同时考虑到零售额和实际收入之间依然存在差异，我们假设2023-2026年公司线下直销渠道的收入与百货专柜会员零售额比值与2022年保持一致；综上测算得出，2024-2026年线下自营专柜收入分别有望达到17.79/21.37/25.19亿元，同比增长分别为23.3%/20.1%/17.9%。

**图表 83：公司线下直销渠道收入预测**

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
线下直销渠道收入测算(亿元)	9.79	14.43	17.79	21.37	25.19
YOY		47.40%	23.30%	20.10%	17.90%

资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所预测  
风险提示：预测数据基于假设测算，仅供参考，存在与实际情况有差异的可能

前述假设基于品牌力提升、柜台数不断增长的基础上，美妆会员数量稳定增长，且各级别会员稳定向更高级别会员转化进行测算，后续如有线上消费者向线下转移、公司拓展位置更具优势的商场点位等情形都有可能带来更多增量。

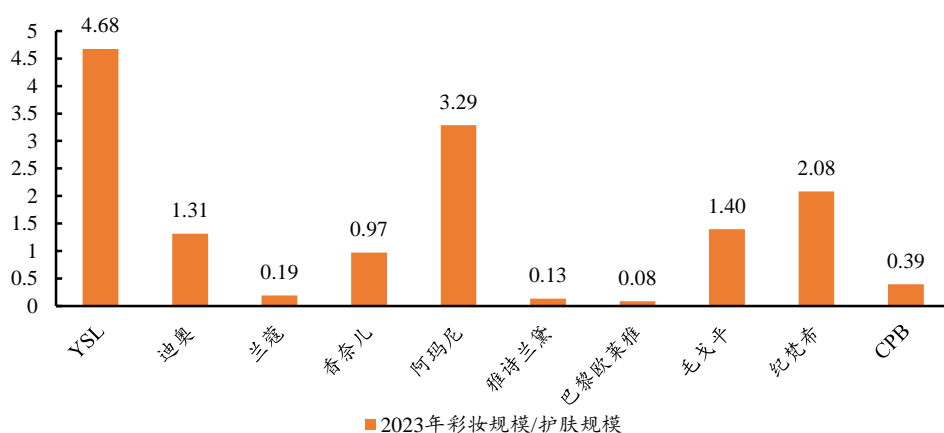
### 3.2. 培育新大单品、提升品类连带为潜在发展方向

人群拓展或继续为彩妆业务增长提供动力。未来彩妆的增长驱动或来自于：

1) 渠道继续拓展、品牌知名度提升带来的人群扩张, 新增消费者在尝试产品时更高概率首先选择品牌的彩妆类产品; 2) 当前品牌大单品为底妆的粉膏产品, 未来在其他类目有具备竞争力的大单品 SKU 推出或有望推动连带率提升; 3) 部分有潜力的单品 (如: 皮肤衣) 随着公司上市后进一步强化供应链, 有机会快速成长为新的大单品。

在 2023 年中国 TOP20 彩妆品牌中, 有 10 个品牌同时布局了彩妆+护肤类目, 头部彩妆师品牌中仅毛戈平具备一定规模的护肤业务, 走出了差异化路径。若测算头部品牌彩妆规模/护肤规模比例, 此前以护肤品牌起步, 逐步拓展至彩妆类目的品牌该比例保持相对较低水平, 而奢侈品品牌则以彩妆为主, 可见品牌彩妆业务相对于护肤的优势较为明显, 同时护肤类目依然具备基于彩妆消费者转化、增长的空间。

图表 84: 头部彩妆师品牌中仅毛戈平具备一定规模的护肤业务



资料来源: Choice 资讯, Choice 股票深度资料, 东方财富证券研究所

注: 毛戈平品牌计算方法为 2023 年彩妆收入/护肤收入, 其余品牌计算方法为 2023 年护肤/彩妆行业规模×品牌护肤/彩妆行业市占率测算各个品牌的彩妆、护肤终端规模, 再以此计算彩妆/护肤类目规模比例

风险提示: 计算结果仅供参考, 存在因口径影响导致计算结果和公司实际收入情况有差异的可能

**提升彩妆向护肤消费的连带转化率可能为提升护肤收入增长动力之一。**当前消费毛戈平品牌护肤产品的消费者或以此前的彩妆消费者为主, 从护肤品销量/彩妆销量来看, 2021-2023 的比例分别为 20%/35%/37%, 24H1 的比例为 35%, 整体呈现提升趋势, 我们认为未来除了毛戈平品牌整体消费者数量增长的推动作用之外, 通过加强消费者对于品牌的认可度, 提升彩妆向护肤类目的消费转化率亦可帮助护肤类目持续增长。

**线下储备的护肤产品未来有可能向线上补充带来增量。**护肤类传统的面霜、水乳、精华等品类仍有可突破空间, 当前品牌有较多产品并未进入线上公域渠道销售 (如: 在毛戈平官网中紧致系列、奢华至臻系列等并未上线天猫旗舰店销售), 护肤类目依然具备增长潜力。

图表 85: 毛戈平较多产品并未进入公域渠道销售

天猫旗舰店的护肤产品以奢华鱼子系列、黑金系列、奢华养肤系列部分产品为主，毛戈平官网中的紧致系列、奢华至臻等系列并未上线天猫旗舰店

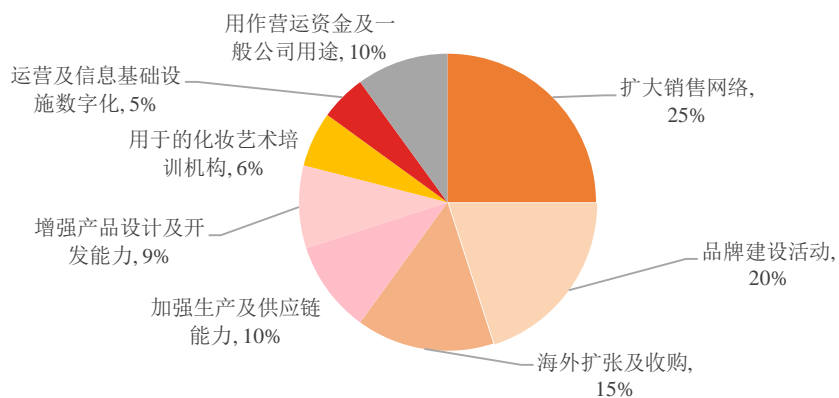


资料来源：毛戈平天猫官方旗舰店，毛戈平官网，东方财富证券研究所

### 3.3. 募资布局品牌发展及公司综合能力提升，期待下一步出海

公司募资计划使用方向主要关注品牌发展扩张。公司计划 IPO 募资金额中超 50% 与品牌发展直接相关，从渠道销售+品牌营销+海外发展三方面出发：(1) 25% 用于扩大销售网络渠道，其中：10% 用于线下渠道拓展，包括在国内/海外市场每年新开设约 30/2-4 个专柜，未来 3-5 年在国内开设 3 个旗舰品牌 MAOGEPING 门店，每年对约 70-100 个现有专柜进行升级及翻新；15% 聚焦线上渠道发展，主要用于相关人才扩充、增加广告投放等。(2) 20% 用于品牌建设，其中 10% 用于品牌及产品营销，包括线下活动举办、赞助等，10% 用于内容传播，包括 KOL 合作、宣传片制作等。(3) 15% 用于海外渠道扩张及布局潜在收并购机会。

图表 86：公司募资计划使用方向主要关注品牌发展扩张



资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所

其他募集资金用于生产研发、数字信息化建设等，提升公司综合能力。除聚焦品牌发展外，募集资金亦发力其他基础能力的持续加强，包括生产端的供应链建设（占比 10%），研发端的产品设计开发能力提升（占比 9%），运营端的信息技术设施数字化（占比 5%）等。

图表 87: 公司募资使用方向

金额占比	使用目的	金额占比	使用目的
25%	用于扩大销售网络	10%	用于扩大线下销售渠道, 包括: (a) 开设新品牌商店及专柜; 及(b) 升级现有专柜, 以提高客户的购物体验。公司计划在中国每年在百货商店新开设约 30 个专柜, 及在海外市场每年开设约 2-4 个新专柜。此外, 公司计划在未来 3-5 年在中国开设 3 个旗舰品牌 MAOGEPING 门店, 亦计划每年对约 70 至 100 个现有专柜进行升级及翻新。
		15%	用于扩大在线销售渠道, 包括: (a) 招募更多电商销售人员以支持不断扩大的在线业务; (b) 增加我们品牌的在线广告; 及(c) 从电商和社交媒体平台购买各种服务包。具体而言, 电商及社交媒体平台的服务包能够增加产品的观众曝光度。通常在新产品发布、品牌推广活动及购物节时使用相关服务。
20%	用于品牌建设活动	10%	用于品牌及产品营销活动, 包括: (a) 组织化妆秀及产品发布会等线下活动, (b) 赞助高规格活动
		10%	用于基于内容的品牌及产品推广活动, 以提高品牌知名度, 包括: (a) 与知名 KOL 合作, 制作优质的宣传内容; (b) 制作宣传影片及纪录片。
15%	用于海外扩张及收购	7.50%	用于(a) 在海外市场 (特别是在欧洲、美国及亚太地区) 建立品牌的知名度及开店; (b) 通过在线下渠道以及开展新产品发布会及 KOL 活动, 提高在该市场的品牌认知度; 及(c) 建立服务海外市场的自营官方网店。具体而言, 公司计划推出融合光影美学和东方美学精髓, 有关产品所用成分将为针对当地消费者鲜明特点和需求量身定制的产品。
		7.50%	用于潜在的策略投资及收购机会。计划通过股权投资或资产收购来收购资产和业务, 这将加强对客户的价值主张。重点将放在与高端市场定位一致的目标上, 该目标可为现有的产品类别提供互补产品, 并在公司供应链上拥有生产能力。例如, 计划寻求合适的目标, 在海外市场建立研发中心和产品设计团队。目标应满足以下标准: (i) 产品研发能力; (ii) 生产能力; (iii) 盈利前景。根据弗若斯特沙利文的资料, 在中国和海外的高端美妆行业均有潜在的收购和投资目标, 其对公司增长及扩张具有战略价值。
10%	用于加强生产及供应链能力, 包括建设及扩建生产设施及供应链。		
9%	用于增强产品设计及开发能力	5%	用于建立研发中心, 包括招募具有基础研究经验的产品开发人员、购买分析与检测设备及提高生产技术, 该等举措将着重于从加强与 ODM 供货商在研发流程上的合作开始, 逐步提升研发能力。(公司并未计划将该等资金用于杭州研发中心的建设, 研发中心已在建中并预计将在 2026 年底之前完工)
		4%	用于采用先进的产品配方及美学设计开发新产品及产品类别。
6%	预期将用于化妆艺术培训机构, 包括: (a) 升级及扩大机构的设施及基础设施; (b) 开设化妆艺术工作室; (c) 招募更多培训师; (d) 制定新的培训课程; 及(e) 参加大型行业活动。		
5%	预期将用于运营及信息基础设施数字化, 包括: (a) 购买硬件设备; (b) 开发或购买软件系统, 用于企业资源规划及运营管理, 以提高运营效率; (c) 专业人才的招聘及培训; 及(d) 升级我们的会员体系。		
10%	预期将用作营运资金及一般公司用途。		

资料来源: Choice 股票深度资料, 毛戈平招股说明书, 东方财富证券研究所

综上所述, 公司募资用途规划详细, 我们认为, 在已有的增长驱动力基础上, 或可继续期待公司上市后获得更多资源拓展优质线下渠道、进一步拓展海外市场, 同时通过加强供应链、产品设计能力等方向加速大单品的成长速度, 进一步深化公司的增长潜力, 若能够成功出海至欧美 (此前品牌在巴黎奥运会期间在巴黎“中国之家”进行展出) 或拓展更多品类 (如: 香水) 的大单品或为估值进一步提升的关键点。

图表 88: 毛戈平品牌在巴黎奥运会期间入驻巴黎的“中国之家”



资料来源：毛戈平美妆教育总部公众号，东方财富证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 收入预测

未来增长驱动力来看，品牌业务角度，短中期维度渠道扩张带来的人群覆盖增长为主要增长来源，同时随着 SKU 丰富，各品类均价保持上升趋势；培训业务角度，随着社媒普及，存在相关学习需求的人员依然有较大增长空间。具体来看，从品类角度，我们预测：

1) 2024-2026 年彩妆类目销量分别同比增长 36.7%/28.5%/21.0%，均价分别同比增长 1.7%/1.6%/1.0%，收入分别同比增长 39.0%/30.6%/22.2%。

2) 2024-2026 年护肤类目销量分别同比增长 25.1%/22.0%/20.0%，均价分别同比增长 6.5%/3.0%/4.0%，收入分别同比增长 33.2%/25.7%/24.8%。

3) 2024-2026 年化妆品艺术培训等销售收入分别同比增长 74.6%/40.0%/30.0%。

图表 89：公司收入预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
彩妆销售额 (亿元)	10.27	10.02	16.22	22.55	29.43	35.97
YOY		-2.4%	61.9%	39.0%	30.6%	22.2%
彩妆销量 (万件)	689.5	637.9	971.9	1328.4	1707.0	2065.4
YOY		-7.5%	52.4%	36.7%	28.5%	21.0%
彩妆均价 (元/件)	148.9	157.1	166.9	169.7	172.4	174.2
YOY		5.5%	6.2%	1.7%	1.6%	1.0%
护肤品销售额 (亿元)	4.69	7.71	11.60	15.44	19.40	24.22
YOY		64.4%	50.5%	33.2%	25.7%	24.8%
护肤品销量 (万件)	139.9	224.1	359.8	450.0	548.9	658.7
YOY		60.2%	60.6%	25.1%	22.0%	20.0%
护肤品均价 (元/件)	335.1	343.9	322.3	343.2	353.5	367.6
YOY		2.6%	-6.3%	6.5%	3.0%	4.0%
化妆品艺术培训等销售(亿元)	0.82	0.54	1.04	1.82	2.54	3.31
YOY		-33.9%	91.4%	74.6%	40.0%	30.0%

资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所预测

图表 90：公司毛利率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
公司毛利率	83.4%	83.8%	84.8%	85.2%	85.2%	85.2%
彩妆毛利率	84.4%	83.9%	84.4%	84.3%	84.2%	84.2%
护肤品毛利率	87.8%	87.1%	87.3%	87.8%	88.1%	88.2%
化妆品艺术培训等销售毛利率	46.3%	35.1%	64.0%	74.0%	75.0%	75.0%

资料来源：Choice 股票深度资料，毛戈平招股说明书，东方财富证券研究所预测

## 4.2. 投资建议

**盈利预测与投资建议:** 毛戈平品牌作为稀缺的国货高端美妆品牌, 从人群、客均消费、品类拓展等维度分析均有充足增长空间, 在创始人 IP 背书、线下渠道提供完备品牌体验服务等优势的加持之下, 未来增长潜力可观。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 39.8/51.4/63.5 亿元, 同比分别增长 38%/29%/24%, 实现归母净利润分别 9.2/11.8/14.5 亿元, 同比分别增长 38%/29%/23%, 根据 12 月 20 日收盘价计算, 对应 24/25 年 PE 分别为 28/21X。

我们选取了港股美妆公司巨子生物、上美股份, 以及具备彩妆品类布局的 A 股上市公司珀莱雅、丸美生物作为可比公司, 2024/2025 年平均 PE 为 26/20X, 考虑到公司归母净利润三年 (2023-2026 年) 复合增速预计达 30%, 且相较于其他可比公司, 无论是稀缺的创始人 IP、高端的品牌定位, 还是完善的线下专柜布局, 均帮助公司建立了差异化的竞争壁垒, 给予 2025 年 28X 估值, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 91: 可比公司情况 (总市值截至 2024 年 12 月 20 日)

代码	简称	总市值 (亿元人民币)	归母净利润(亿元人民币)			PE(倍)			评级
			2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
2367.HK	巨子生物	489	14.5	19.6	25.0	34	25	20	未评级
2145.HK	上美股份	131	4.6	8.8	11.6	28	15	11	未评级
603605.SH	珀莱雅	360	11.9	15.4	19.1	30	23	19	买入
603983.SH	丸美生物	145	2.6	3.6	4.6	56	40	31	未评级
<b>均值</b>						<b>37</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	-
1318.HK	毛戈平	249	6.6	9.2	11.8	38	28	21	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所预测, 未评级标的采用 Choice 一致预期

## 5. 风险提示

**品牌线上渠道消费者拓展不及预期。**当前线上渠道发展为公司增长的重要增长来源之一，如果在线上渠道因渠道政策变化、竞争趋于激烈等因素导致消费者拓圈慢于预期，可能影响品牌增长势能。

**线上渠道流量费用增长。**如果当前核心线上渠道费用提升，或影响线上渠道盈利水平。

**线下专柜渠道拓展慢于预期。**若公司没有寻找到合适的位置开设专柜，或新开专柜的销售爬坡速度较慢可能导致线下渠道收入增长不及预期。

**新品表现不及预期。**若品牌推出的新品未受到消费者的认可，可能导致销售增长放缓。

资产负债表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,698	4,695	5,925	7,590
现金	1,138	3,891	4,872	6,289
应收账款	158	221	302	373
存货	342	491	633	782
其他	60	92	118	146
<b>非流动资产</b>	397	656	788	813
固定资产	168	217	231	242
无形资产	42	50	42	36
租金按金	0	0	0	0
使用权资产	0	0	0	0
其他	186	390	515	535
<b>资产总计</b>	2,095	5,351	6,713	8,403
<b>流动负债</b>	529	829	1,010	1,250
短期借款	0	100	50	50
应付账款	104	140	200	261
其他	426	589	760	940
<b>非流动负债</b>	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0
租赁负债	0	0	0	0
其他	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	547	847	1,028	1,268
股本	60	478	478	478
留存收益和资本公积	1,486	4,023	5,203	6,651
<b>归属母公司股东权益</b>	1,546	4,501	5,681	7,129
少数股东权益	2	3	4	6
<b>股东权益合计</b>	1,548	4,504	5,686	7,135
<b>负债和股东权益</b>	2,095	5,351	6,713	8,403

利润表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	2,886	3,980	5,138	6,349
营业成本	438	590	760	938
销售费用	1,412	1,960	2,541	3,146
管理费用	192	273	349	432
财务费用	2	-15	-36	-52
其他非经营性损益	48	50	50	50
除税前利润	888	1,223	1,575	1,936
所得税	224	307	394	486
<b>净利润</b>	663	916	1,181	1,450
少数股东损益	2	1	1	2
<b>归属母公司净利润</b>	662	916	1,180	1,448
EBITDA	913	1,196	1,532	1,878
EPS (元)	-	1.91	2.47	3.03

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	700	863	1,159	1,438
净利润	662	916	1,180	1,448
折旧摊销	70	39	44	45
少数股东权益	2	1	1	2
营运资金变动及其他	-34	-92	-66	-56
<b>投资活动现金流</b>	-195	-248	-125	-19
资本支出	-205	-95	-50	-50
其他投资	10	-153	-75	31
<b>筹资活动现金流</b>	-255	2,138	-53	-2
借款增加	-2	100	-50	0
普通股增加	0	2,040	0	0
已付股利	0	-2	-3	-2
其他	-253	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	250	2,753	981	1,416
期初现金余额	888	1,138	3,891	4,872
<b>期末现金余额</b>	1,138	3,891	4,872	6,289

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	57.78%	37.92%	29.09%	23.57%
营业利润	92.64%	37.35%	28.55%	23.19%
归属母公司净利润	88.00%	38.32%	28.89%	22.69%
<b>获利能力</b>				
毛利率	84.83%	85.19%	85.22%	85.23%
净利率	22.94%	23.00%	22.97%	22.80%
ROE	42.82%	20.34%	20.77%	20.31%
ROIC	40.69%	18.83%	19.46%	19.11%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	26.10%	15.82%	15.31%	15.08%
净负债比率	-73.51%	-84.16%	-84.81%	-87.43%
流动比率	3.21	5.66	5.86	6.07
速动比率	2.56	5.06	5.23	5.44
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.38	0.74	0.77	0.76
应收账款周转率	18.30	18.00	17.00	17.00
应付账款周转率	4.23	4.20	3.80	3.60
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-	1.91	2.47	3.03
每股经营现金	-	1.80	2.42	3.01
每股净资产	-	9.41	11.88	14.91
<b>估值比率</b>				
P/E	-	27.63	21.44	17.47
P/B	-	5.62	4.45	3.55
EV/EBITDA	-	17.97	14.42	11.01

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。